

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ENALTO DE OLIVEIRA GONDRIGE

**FATORES EXPLICATIVOS DO *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO: UM ESTUDO SOB A PERSPECTIVA DA
ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DE PROPRIEDADE**

CURITIBA

2010

ENALTO DE OLIVEIRA GONDRIGE

**FATORES EXPLICATIVOS DO *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO: UM ESTUDO SOB A PERSPECTIVA DA
ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DE PROPRIEDADE**

Dissertação apresentada como requisito parcial
à obtenção do grau de Mestre. Programa de
Mestrado em Contabilidade do Setor de
Ciências Sociais Aplicadas da Universidade
Federal do Paraná.

Área de Concentração: Contabilidade e
Finanças.

Orientadora: Profa. Dra. Márcia Maria dos Santos
Bortolucci Espejo

CURITIBA

2010

FICHA CATALOGRÁFICA

Gondrige, Enalto de Oliveira

Fatores explicativos do *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade / Enalto de Oliveira Gondrige. – 2010.
137 f.: tabs.

Orientador: Márcia Maria dos Santos Bortolocci Espejo.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Defesa: Curitiba, 2010

1. Contabilidade. 2. Governança corporativa. 3. Investidores (Finanças). 4. Empresas - Relatórios. I. Espejo, Marcia Maria dos Santos Bortolocci. II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

CDD 658.1512

“FATORES EXPLICATIVOS DO DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL: UM ESTUDO SOB A PERSPECTIVA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DE PROPRIEDADE”

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.



PROF.ª DR.ª MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
COORDENADORA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE

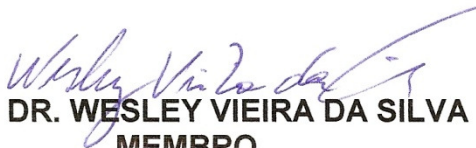
APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



PROF.ª DR.ª MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
PRESIDENTE



PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE
MEMBRO



PROF. DR. WESLEY VIEIRA DA SILVA
MEMBRO

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, Lair e Helena,
pelo amor, exemplo, incentivo
e apoio incondicional.

À minha amada Juliana Breda.

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo a DEUS, por iluminar meus caminhos e me dar forças para continuar, sempre.

À Professora Doutora Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo, pela leitura atenta da dissertação, pela orientação dedicada, paciente e competente, e pelo exemplo de compromisso com a pesquisa científica.

Ao Professor Doutor Ademir Clemente, pelo apoio em todos os momentos nos quais necessitamos de auxílio em quaisquer questões sobretudo em análises numéricas e estatísticas.

Ao professor Doutor Wesley Vieira da Silva, professor do Doutorado em Administração da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, por participar da banca examinadora, pelas importantes contribuições e por permitir acesso aos laboratórios e ao banco de dados Econômica da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.

Aos Professores Doutores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná; Ana Paula Mussi Szabo Cherobim, Antonio de Loureiro Gil, Lauro Brito de Almeida, Luciano Scherer, Luiz Panhoca, Simone Bernardes Voese e Vicente Pacheco, pelos ensinamentos repassados com competência e generosidade.

Aos meus pais, Seu Lair e Dona Helena, pelo apoio logístico e por tudo que fizeram ao longo de minha formação acadêmica. Aos meus irmãos Eloir, Eliane e Fabiana, que mesmo à distância, sempre torceram pelo meu sucesso.

Especialmente, à minha querida Juliana Breda, amor paciente, insistente e presente em todas as etapas deste mestrado, em tudo me ajudou e contribuiu para a execução deste trabalho. Aos meus queridos filhos Giovanna e Enalto.

Aos colegas de mestrado em contabilidade da UFPR pelo companheirismo e amizade durante as aulas e nas pesquisas.

A todos que, de maneira direta ou indireta, contribuíram para o desenvolvimento desta dissertação de mestrado, meu muito obrigado!

Duvidar de tudo ou em tudo crer são duas soluções igualmente cômodas, que nos dispensam, ambas, de refletir.

Jules Henri Poincaré

RESUMO

Este estudo buscou analisar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto. A plataforma teórica é a teoria do *Disclosure* Voluntário estudada por Verrechia (2001). A amostra do estudo é composta por 225 empresas listadas com dados coletados no ano de 2008. Como *proxy* para avaliar o nível de *disclosure* foi desenvolvido questionário contendo 32 itens que mensura a evidenciação de informações relacionadas a cinco dimensões: (i) informações gerais sobre a empresa; (ii) informações relacionadas a administradores e empregados; (iii) informações estatísticas e não-financeiras; (iv) projeções; (iv) discussões e análises financeiras. A análise foi conduzida por meio de Análise de Correspondência e de Regressão Linear Múltipla, com variável dependente DSCORE (nível de *disclosure*) e quinze variáveis explicativas acerca da estrutura de governança corporativa e estrutura de propriedade. A análise exploratória dos dados por meio de Análise de Correspondência indicou indícios de melhor qualidade de *disclosure* entre os setores: eletroeletrônico, energia elétrica, papel e celulose, petróleo e gás e software e dados. No que tange às hipóteses testadas no Modelo de Regressão Linear Múltipla constatou-se que, ao nível de confiança de 95% e R^2 de aproximadamente 45%, as variáveis mais significativas para explicar o nível de *disclosure* das empresas são: PORTE (tamanho da empresa); COMITÊ (existência de comitê de auditoria); NMEMBROS (tamanho do conselho de administração); BIG5 (é auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria) e ADR (é listada na bolsa de valores de Nova Iorque). Evidenciou-se, portanto, que algumas características estão associadas ao nível de divulgação voluntário das empresas.

Palavras-chave: Relatórios Anuais. Informações aos investidores. *Disclosure* Voluntário na Contabilidade. Governança Corporativa. Estrutura de propriedade.

ABSTRACT

This study investigates the factors that explain the level of voluntary disclosure of Public Brazilian companies. The theoretical platform is the theory of Voluntary Disclosure studied by Verrechia (2001). The study sample consists of 225 listed firms with data collected in 2008. As a proxy for estimate the level of disclosure it was developed a questionnaire containing 32 items that measures the disclosure of information related to five dimensions: (i) general information about the company, (ii) information relating to directors and employees, (iii) statistical and non-financial information (iv) projections, (iv) discussions and financial analyses. The analysis was conducted using multiple linear regression with dependent variable DSCORE (level of disclosure) and fifteen explanatory variables about the structure of corporate governance and ownership structure. Exploratory analysis data through correspondence analysis showed evidence of improved quality of disclosure between the sectors: electronics, electric power, pulp and paper, oil and gas, software and data. With respect to the hypotheses tested in Multiple Linear Regression Model it was found that, at a confidence level of 95% and R² of about 45%, the most significant variables to explain the level of disclosure of companies are: PORTE (company size); COMITE (existence of audit committee); NMEMBROS (size of the board); BIG5 (if the firm is audited by one of the five largest auditing firms) and ADR (if the firm is listed in the New York stock exchange). It was evident therefore that some characteristics are associated with the level of voluntary disclosure of companies.

Keywords. Annual Reports. Investor Information. Voluntary Disclosure in Accounting. Corporate Governance. Ownership Structure.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resultados de Estudos Anteriores sobre a Extensão do <i>Disclosure</i> Voluntário	65
Quadro 2 - Sistema de Classificação de pesquisa, segundo Cooper e Schindler (2003).....	66
Quadro 3 - Hipóteses, variáveis/ <i>proxies</i> e relações esperadas	70
Quadro 4 - Resumo das variáveis em estudo (continuação do quadro anterior)	82
Quadro 5 - Classificação setorial consoante Económica.....	83
Quadro 6 - Fonte dos dados utilizados no estudo.....	84
Quadro 7 - Listagem das perguntas para construção do índice	87
Quadro 8 - Resumo dos <i>Scores</i> do Nível de <i>disclosure</i> e Setor de atuação	109
Quadro 9 - Resumo dos sinais esperados e obtidos dos coeficientes da regressão	118

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Nível de interesse dos <i>stakeholders</i> às informações	73
Tabela 2 - Composição dos conselhos de administração em 2008.....	96
Tabela 3 - Composição dos conselhos de administração em 2008.....	97
Tabela 4 - Número de empresas com presença de dualidade no Ano de 2008	98
Tabela 5 - Percentual de empresas com presença de acordo de acionistas	98
Tabela 6 - Estrutura de propriedade e de controle das empresas em 2008.....	99
Tabela 7 - Matriz de Correlação entre as variáveis	101
Tabela 8 - <i>Disclosure</i> : Informações gerais sobre a empresa	103
Tabela 9 - <i>Disclosure</i> : Informações Relacionadas a empregados e administradores.....	104
Tabela 10 - <i>Disclosure</i> : Informações Estatísticas e não-financeiras	104
Tabela 11 - <i>Disclosure</i> : Projeções	105
Tabela 12 - <i>Disclosure</i> : Discussões e Análises Financeiras.....	106
Tabela 13 - Percentis do Nível de <i>Disclosure</i>	106
Tabela 14 - Tabela de correspondência, frequências observadas resultante da classificação de 225 empresas consoante setor e nível de <i>disclosure</i>	107
Tabela 15 - Teste Qui-Quadrado Setor de atuação <i>Versus</i> Nível de <i>Disclosure</i>	108
Tabela 16 – Resumo dos <i>Scores</i> do Setor de atuação.....	109
Tabela 17 – Resumo dos <i>Scores</i> do Nível de <i>disclosure</i>	110
Tabela 18 - Resumo do modelo de regressão	111
Tabela 19 – Resultado da Análise da Variância (ANOVA).....	111
Tabela 20 - Resumo dos coeficientes e da estatística de colinearidade.....	112

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Estruturas que criam demandas por governança corporativa	35
Ilustração 2 - Perspectiva da firma como nexo de contratos	36
Ilustração 3 - Uma visão ampla da governança corporativa.....	37
Ilustração 4- Gráfico boxplot dos Níveis de <i>Disclosure</i>	107
Ilustração 5 - Mapa perceptual do Nível de <i>Disclosure</i> e Setor de atuação	108
Ilustração 6 - Gráfico <i>scatterplot</i> dos resíduos	115
Ilustração 7 - Normal P-P Plot.....	116
Ilustração 8 - Histograma dos Resíduos	116

LISTA DE ABREVIATURAS

OECD: *Organisation for Economic Co-operation and Development*

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

CEO: *Chief Executive Officer*

SPSS: *Statistical Package for Social Science*

SOX: Lei Sarbanes-Oxley

GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles*

SEC: *Securities and Exchange Commission*

JAE: *Journal of Accounting and Economics*

OLS: *Ordinary Least Squares*

IAS: *International Accounting Standard*

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

SOMA: Sociedade Operadora de Mercado de Ativos

AIMR – *Association of Investment Management and Research*

ADR – *American deposits receipts*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

MRLM – Modelo de Regressão Linear Múltipla

SUMÁRIO

LISTA DE QUADROS	x
LISTA DE TABELAS	xi
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	xii
LISTA DE ABREVIATURAS.....	xiii
1 INTRODUÇÃO.....	16
1.1 Problema de Pesquisa	18
1.2 Hipótese da Pesquisa	19
1.3 Objetivos da Pesquisa.....	20
1.3.1 Objetivo Geral	21
1.3.2 Objetivos Específicos	21
1.4 Justificativa.....	21
1.5 Delimitação da Pesquisa.....	23
1.6 Estrutura do Trabalho	23
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA.....	24
2.1 Separação da Propriedade e Controle.....	24
2.1.1 Teoria de Agência.....	28
2.1.2 Conflitos de interesse entre gestores e proprietários	30
2.2 Governança Corporativa.....	33
2.2.1 Conceito, Definição e Escopo da Governança Corporativa	33
2.2.2 Governança Interna.....	38
2.2.3 Governança Externa	47
2.3 Teoria do <i>Disclosure</i> Voluntário	54
2.4 Evidências empíricas sobre <i>Disclosure</i>	58
2.4.1 Estudos similares no exterior.....	59
2.4.2 Estudos similares no Brasil	62
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	66
3.1 Tipologia do Estudo	66
3.2 Teoria e Hipóteses da Pesquisa	68
3.3 Definição das Variáveis e formulação das hipóteses da pesquisa.....	70
3.3.1 Nível de <i>Disclosure</i> voluntário (DSCORE)	71
3.3.2 Concentração dos direitos de controle (DCON).....	75
3.3.3 Concentração dos direitos de fluxo de caixa (DPROP).....	75
3.3.4 Proporção de propriedade em poder dos blockholder (OWNBLOCK)	76

3.3.5 Identidade do acionista controlador (ID).....	76
3.3.6 Tamanho do conselho de administração (NMEMBROS)	77
3.3.7 Acúmulo de cargo pelo CEO (DUALIDADE).....	77
3.3.8 Nível de independência do conselho de administração (INDEP).....	78
3.3.9 Porte da empresa (PORTE)	78
3.3.10 Desempenho (ROA)	79
3.3.11 Alavancagem (ALAV)	79
3.3.12 Internacionalização (ADR).....	79
3.3.13 Existência de comitê de auditoria (AUDIT).....	80
3.3.14 Reputação da empresa de auditoria (BIG5).....	80
3.3.15 Proporção de propriedade detidas por órgão Estatal (OWNGOV)	80
3.3.16 Acordo de acionista (ACORDO).....	81
3.3.17 Resumo das Variáveis em Estudo	81
3.4 População e Amostra	82
3.5 Instrumentos de Pesquisa e Coleta de dados	84
3.6 Tratamento Estatístico	87
3.6.1 Modelo de regressão linear múltipla (MRLM).....	88
3.6.2 Análise de Correspondência	92
3.6.3 Coeficiente de Correlação de Pearson	93
3.7 Limitações da Pesquisa.....	94
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	96
4.1 Estatística Descritiva	96
4.2 Análise da Correlação entre as variáveis	100
4.3 Análise das práticas de <i>disclosure</i> voluntário	103
4.3.1 Práticas de <i>disclosure</i> voluntário: Informações gerais sobre a empresa	103
4.3.2 Práticas de <i>disclosure</i> voluntário: Informações relacionadas aos empregados e administradores.....	104
4.3.3 Práticas de <i>disclosure</i> voluntário: Informações Estatísticas e não-financeiras	104
4.3.4 Práticas de <i>disclosure</i> voluntário: Projeções	105
4.3.5 Práticas de <i>disclosure</i> voluntário: Discussões e Análises Financeiras	105
4.4 Estimativa da Análise de Correspondência	106
4.5 Análise de Regressão Linear Múltipla.....	110
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES	117
REFERÊNCIAS	119
ANEXO	130

1 INTRODUÇÃO

Em virtude da internacionalização dos investimentos e das crises financeiras que têm ocorrido nos últimos anos, o tema *disclosure* –entendido neste estudo como sinônimo de evidenciação, transparência, revelação de informações relevantes– torna-se um fator crítico e de importância crescente para os investidores e para as empresas, já que é a principal forma de os gestores se comunicarem com os investidores e com o mercado em geral (BOTOSAN, 1997; HEALY; PALEPU, 2001).

O uso da informação contábil financeira em mecanismos de governança corporativa é um canal pelo qual a informação contábil financeira potencialmente melhora as decisões de investimento e produtividade das empresas (BUSHMAN; SMITH, 2001). Assim, com base nas informações apresentadas pelos gestores os investidores podem verificar o desempenho e as perspectivas futuras da companhia e tomar a decisão de investir ou não. Ademais, a assimetria informacional e os conflitos de agência entre gestores e investidores externos aumentam a necessidade de melhores relatórios financeiros e melhores práticas de *disclosure* (HEALY; PALEPU, 2001).

Nesse sentido, a divulgação voluntária reduz as assimetrias de informação entre investidores informados e desinformados (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; KIM; VERRECCHIA, 1994). Como resultado, nas empresas com elevados níveis de divulgação, os investidores podem estar relativamente confiantes de que as operações com ações ocorrem a um *fair price* (preço justo), aumentando a liquidez das ações da empresa.

A definição de *disclosure* converge para divulgação/liberação de informações relevantes, quer sob a forma de comunicados de imprensa, anúncios públicos, ou relatórios financeiros. A qualidade destas divulgações feitas por sociedades listadas é de especial interesse para os investidores e operadores do mercado de capitais, porque a expectativa é de que quanto maior a qualidade da divulgação menor a assimetria de informação resultando em menos conflitos de agência entre investidores e os gestores (BROWN; HILLEGEIST, 2005).

Isso, por sua vez, aumenta a eficiência informativa nas Bolsas de Valores. Estas questões são de especial interesse para mercados de capitais emergentes, em que a regulamentação desse ambiente e as políticas de *disclosure* das companhias listadas estão em desenvolvimento. Este início de século foi marcado por uma profunda perda de confiança nos mercados em geral e nos mecanismos de governança das corporações de capital aberto listadas nas bolsas. O fracasso de algumas grandes e bem-estabelecidas corporações levantou sérias preocupações com o bem-estar do sistema econômico entre os grandes e os pequenos acionistas.

A crise gerada pela perda de confiança nos mercados financeiros no ano de 2001 e a recente crise econômica têm conduzido uma série de iniciativas dos governos, empresas e bolsas de valores a tentar recuperar essa confiança perdida. A partir disso, os investidores passam a necessitar de maior credibilidade quanto aos níveis de *Disclosure* e *Accountability* das organizações.

Esta mudança de cenário tem proporcionado a introdução de grandes reformas no ambiente de governo das corporações. Recentes legislações como os princípios de Governança Corporativa da OECD (*Organisation for Economic Co-operation and Development*), a lei Sarbanes-Oxley e códigos nacionais de melhores práticas para as empresas de capital aberto listadas em bolsa buscam alinhar os interesses de investidores e gestores a um sistema financeiro sólido. Os esforços para melhorar a confiança dos investidores têm se concentrado no governo das sociedades.

A boa governança corporativa – as regras e práticas que regulam a relação entre os gestores e os acionistas das corporações, bem como *stakeholders* (as partes interessadas como empregados e credores) – contribui para o crescimento, estabilidade financeira e eficiência econômica por subjacente a confiança e a integridade do mercado financeiro.

Neste sentido, os princípios de governança corporativa proporcionam orientações específicas aos gestores, reguladores e participantes do mercado no que tange à melhoria do sistema legal, institucional e regulatório, quadro no qual se alicerça a governança corporativa focada em empresas de capital aberto. Eles também fornecem uma orientação prática e sugestões para as bolsas, investidores, empresas e outras partes que têm um papel importante no processo de desenvolvimento da boa governança corporativa.

Tais princípios abrangem seis áreas-chave da governança das corporações que asseguram a base para uma efetiva estrutura de governança corporativa, quais sejam: direitos dos acionistas; o tratamento equitativo de acionistas; o papel das partes interessadas na governança corporativa; transparência e divulgação; e as responsabilidades do conselho de administração (IBGC, 2009).

Nesse contexto, está inserida a governança corporativa que tem por objetivo macro minimizar os conflitos de agência amplamente discutidos por Jensen e Meckling (1976). Ademais, a governança corporativa engloba mecanismos de controle que visam disciplinar os gestores a agir no interesse dos investidores e assegurar que eles recebam o retorno adequado dos seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997; BUSHMAN; SMITH, 2001).

A adoção de boas práticas de governança pode resultar em diminuição dos riscos de expropriação do capital dos investidores por parte dos gestores ou acionistas controladores, isto é, pode resultar em maior proteção que assegure o retorno do investimento (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Sujeitos a menores riscos de expropriação os financiadores de capital exigiriam menores retornos, o que levaria à redução do custo do capital próprio (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2000) e do custo do capital de terceiros (SENGUPTA, 1998).

O *disclosure*, um dos princípios basilares da governança corporativa, desempenha papel fundamental neste processo, já que é a forma de a empresa se comunicar com os investidores e com o mercado de capitais (HEALY; PALEPU, 2001). Dentre os diversos fatores que influenciam o valor e a liquidez de uma ação destaca-se o *disclosure* (qualidade e o nível de transparência das informações apresentadas), característica determinante de boas ou más práticas de governança corporativa.

1.1 Problema de Pesquisa

A questão orientativa da presente pesquisa é a seguinte:

Quais os fatores que explicam o nível de *disclosure* das companhias de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA?

1.2 Hipótese da Pesquisa

Com base no problema de pesquisa e metodologia adotada por Hossain, Tan e Adams (1994), Raffournier (1995) e Lopes e Rodrigues (2007), foram formuladas 15 hipóteses:

H1: Empresas com menor concentração de controle acionário possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com controle mais concentrado;

H2: Empresas com menor concentração dos direitos de fluxo de caixa possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior concentração;

H3: Empresas com menor proporção de propriedade em poder de *blockholder* possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior proporção;

H4: Empresas com controle estatal possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas controladas pelo setor privado;

H5: Empresas com maior conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor conselho;

H6: Empresas com presença de dualidade nos cargos de presidente do conselho de administração e presidente da empresa possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com ausência de dualidade;

H7: Empresas com maior nível de independência do conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor independência;

H8: Empresas maiores possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menores;

H9: Empresas mais lucrativas possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menos lucrativas;

H10: Empresas com maior alavancagem financeira possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor alavancagem;

H11: Empresas listadas internacionalmente possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as demais empresas;

H12: Empresas que possuem comitê de auditoria apresentam maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas que não possuem;

H13: Empresas auditadas pelas cinco maiores (“*Big Five*”) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas não auditadas;

H14: Empresas com maior proporção de propriedade detidas por órgão estatal possuem maior nível de *disclosure* que empresas com menor participação do estado na estrutura de propriedade;

H15: Empresas com presença de acordo de acionistas possuem menor nível de *disclosure* voluntário que empresas que não possuem.

1.3 Objetivos da Pesquisa

Nesta parte da dissertação são apresentados os objetivos gerais e específicos que norteiam a pesquisa.

1.3.1 Objetivo Geral

Este estudo tem por objetivo geral verificar quais os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo Bolsa BM&FBOVESPA.

1.3.2 Objetivos Específicos

Tem-se como objetivos específicos:

I - Construir, mediante revisão da literatura, uma medida para mensuração do nível de *disclosure* das empresas brasileiras integrantes da amostra;

II - Verificar o nível de aderência às práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e a qualidade do *disclosure* praticado pelas empresas integrantes da amostra;

III - Verificar, estatisticamente, quais os fatores que explicam o nível de divulgação voluntário das empresas brasileiras integrantes da amostra. Especificamente, a estrutura de governança e estrutura de propriedade e de controle.

1.4 Justificativa

As empresas ao expandirem suas atividades e capacidades produtivas necessitam de maior quantidade de recursos para atingir seus objetivos. Eventuais insuficiências de fluxos financeiros são resolvidas com a captação de recursos no mercado financeiro e no mercado de capitais. Logo, o mercado de capitais desempenha papel importante neste processo, porquanto é o agente intermediário entre agentes deficitários e agentes superavitários.

Segundo Fama e Jensen (1983) um dos principais problemas existentes nas modernas corporações é a separação entre propriedade e controle, o que possibilita a geração de

conflitos entre gestores a proprietários ou entre majoritários e minoritários. Neste contexto que se insere a governança como conjunto de práticas que têm por objetivo a minimização dos conflitos e a proteção dos direitos dos acionistas e dos minoritários aos riscos de expropriação.

Os efeitos da governança corporativa nos preços das ações e na distribuição dos retornos geram importantes discussões no âmbito das finanças corporativas. Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Cremers e Nair (2004) encontraram evidências de que as práticas de governança corporativa podem afetar diretamente os preços das ações. Outros estudos sugerem também que a melhor divulgação das empresas está associada com menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997), e com menor custo da dívida (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2007).

A análise de melhores práticas de governança corporativa envolve, essencialmente, direito dos acionistas, equidade no tratamento dos acionistas, relacionamento com *stakeholders*, evidenciação e *disclosure*, responsabilidades do conselho de administração (OECD, 2004). Assim, companhias que investem na melhoria de práticas de governança corporativa tendem a ser melhor mais bem pelos investidores e, conseqüentemente, possuir maior credibilidade e facilidade de captação de recursos no mercado de capitais (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003).

Sob esta perspectiva, há a suposição de que o *disclosure* discricionário das empresas é uma decisão que emana, principalmente, das características do conselho de administração e da estrutura de propriedade (HEALY; PALEPU, 2001; CORE, 2001), e estudos tem evidenciado que o nível e a qualidade da divulgação reduzem a assimetria de informação, conseqüentemente reduzem o custo do capital próprio (BOTOSAN, 1997; ALENCAR, 2007) e do capital de terceiros (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2007) que afetam geralmente a riqueza dos acionistas.

Logo, justifica-se a realização da presente pesquisa dentro do campo da governança corporativa em especial a relação entre o nível de *disclosure* e as práticas de governança corporativa das companhias brasileiras de capital aberto que negociam suas ações na BM&FBOVESPA. O pressuposto básico deste estudo é que as políticas de *disclosure* são endogenamente determinadas pelas mesmas forças que moldam a estrutura de governança corporativa das organizações (CORE, 2001).

1.5 Delimitação da Pesquisa

Este estudo tem como principal delimitação o campo teórico, dentro da visão da teoria do *disclosure* Voluntário (VERRECCHIA, 2001). Dentro da estrita perspectiva de agência a governança corporativa surge como mecanismo de proteção aos investidores quanto aos riscos de expropriação por parte dos gestores ou acionistas controladores. Como consequência, o *disclosure* se insere no contexto por ser um mecanismo de combate à assimetria informacional.

Não é objetivo deste estudo definir um conjunto de práticas de governança que seja o mais adequado para classificar e avaliar as empresas ou construir a melhor medida de práticas de governança e de *disclosure*. O objetivo restringe-se em definir um modelo no qual seja possível verificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário das companhias integrantes da amostra.

Também não é objetivo deste estudo investigar as causas da adoção ou não de práticas de governança corporativa, mas sim o seu relacionamento com as variáveis de estrutura do conselho, estrutura de propriedade e controle das companhias abertas que negociam ações na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA para o ano 2008.

1.6 Estrutura do Trabalho

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: a seção 2 trata da fundamentação teórico-empírica e seu relacionamento com o tema, abordando a teoria da agência bem como separação da propriedade e controle; governança corporativa e seus mecanismos internos e externos; e a teoria do *disclosure* voluntário e as evidências empíricas da sua relação com atributos de governança corporativa. Na seção 3, são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados nesta dissertação, abordando a classificação do estudo, as métricas das variáveis, a definição da população e amostra, as técnicas de tratamento estatístico utilizadas na pesquisa e os instrumentos de coleta das informações. Na seção 4, é apresentada a análise dos dados. Finalmente, na seção 5, as considerações finais e conclusões.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

A fundamentação teórico-empírica está organizada em: 2.1 separação da propriedade e controle; 2.2 governança corporativa; 2.3 teoria do *disclosure* voluntário e 2.4 evidências empíricas sobre *disclosure* e governança.

2.1 Separação da Propriedade e Controle

A idéia de que grandes corporações empresariais são caracterizadas pela separação da propriedade e controle normalmente é associada a A. Berle e Gardiner C. Means *The Modern Corporation and Private Property*. Segundo Hovenkamp (2009), Thorstein Veblen em 1923 na obra *Absentee Ownership* também abordou a questão da separação entre propriedade e controle.

Todavia, Berle e Means (1932) formalizaram uma abordagem muito mais compreensível como também elevaram a separação entre propriedade e controle para uma discussão (acadêmica) pública. Lopes (2004, p. 171) argumenta que “[...] o trabalho fundamental de Berle e Means (1932) lança as bases fundamentais para o entendimento do conflito de agência entre o principal (acionista) e o agente (executivo).”

Segundo Bainbridge (2003) a publicação de “*The Modern Corporation and Private Property*” por Adolf A. Berle e Gardiner C. Means é o marco dos modernos estudos acadêmicos sobre governança corporativa. Estes autores demonstraram que as grandes corporações eram caracterizadas por separação entre propriedade e controle. Os proprietários não exerciam controle sobre as atividades operacionais das companhias. Em vez disso, o controle era investido nas mãos de gestores profissionais, que geralmente possuíam apenas uma pequena parte das ações da empresa.

Surgiu, então, uma nova configuração de estrutura de propriedade dos ativos produtivos, na qual o proprietário deixou de exercer o controle direto sobre os ativos. Neste sentido, os acionistas de uma companhia aberta são essencialmente emprestadores de patrimônio líquido

e proprietários. Nesse caso, entretanto, o que os acionistas possuem são as suas ações em si e não a corporação.

O controle da empresa ficou atribuído ao seu presidente e à alta gerência, que podem atuar com certa liberdade em prol de seus interesses particulares. Berle e Means (1988) adicionam que a propriedade material real da empresa foi substituída por “um pedaço de papel, representando uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa”.

Isso ocorreu em virtude de a propriedade das ações estarem dispersas entre muitos acionistas. Como consequência nenhum dos acionistas possuía ações suficientes para afetar concretamente o gerenciamento da corporação. Berle e Means (1988) acreditam que tal dispersão da propriedade é inerente ao sistema corporativo. Argumentam os autores que importantes mudanças tecnológicas durante as décadas anteriores à publicação do seu trabalho (especialmente o desenvolvimento de modernas técnicas de produção em massa) proporcionaram vantagens para as grandes empresas alcançarem economia de escala, que, por sua vez, deu origem a grandes corporações industriais.

Estas corporações passaram a necessitar de enormes quantidades de capital, que ultrapassam em muito os recursos disponíveis de qualquer indivíduo ou família. Tais recursos somente poderiam ser financiados pela agregação de muitos pequenos montantes de recursos, o que foi conseguido através da venda de ações a muitos investidores, cada um dos quais possuía apenas uma pequena fração do capital da empresa.

Após a proposição de Berle e Means (1932) praticamente todas as *scholarships* assumiram que a separação entre propriedade e controle é decorrente de uma característica inevitável das grandes corporações. Muitas pesquisas acadêmicas têm se concentrado nas consequências da separação entre propriedade e controle (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983). Outros estudos se referem a estas consequências como custos de agência, por exemplo, (JENSEN, 1986).

Essa nova característica das organizações desencadeou uma série de estudos, a partir da década de 1960, que focavam as diversas relações e interesses conflitantes entre os agentes, ocorridas no interior da firma, denominada de teoria de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976) as grandes corporações estão permeadas pela relação de agência, que nada mais é do

que um contrato em que uma ou mais pessoas (principais) outorgam autoridade a terceiros (agentes), para cuidarem de seus interesses. Como ambas as partes são maximizadoras das suas utilidades, há razões para crer que existam situações em que os interesses sejam divergentes.

Consoante Jensen e Meckling (1976), o chamado custo de agência é o resultado, em termos de perda de riqueza, incorrida por uma firma, como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e proprietários. Estes últimos deverão instituir incentivos permanentemente, tais como opções de compra de ações e participação nos resultados, e mecanismos de monitoramento da atividade dos gerentes, para que consigam mitigar tais conflitos.

Com efeito, Berle e Means (1932, p. 7) já haviam identificado as bases desse problema quase quarenta anos antes de a terminologia atual ter sido inventada. *“The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge [...]”*. Prevenir tais divergências, ou pelo menos minimizar os seus efeitos, tem sido a principal preocupação de muitos pesquisadores.

Em seu livro *Strong Managers Wear Owners* (1994) o professor Mark J. Roe questiona a teoria de Berle e Means (1932) e aponta para uma nova direção, atacando as origens do problema dos custos de agência, em vez de procurar tratar seus sintomas. A questão central discutida por Mark Roe é a de saber se Berle e Means (1932) estavam corretos em assumir que a separação entre propriedade e controle é inerente a aspectos de grandes corporações de capital aberto.

Mark Roe (1994) sustenta que a dispersão da propriedade não é consequência inevitável de forças econômicas impessoais, mas sim o resultado de uma série de decisões políticas motivadas pelo medo de concentração do poder econômico. Se as normas jurídicas que decorrem dessas decisões não tivessem existido, a propriedade poderia não ter se fragmentado e, portanto, poderia não ocorrer a separação entre propriedade e controle. Mark Roe (1994) alega que os investimentos poderiam ser canalizados para os novos empreendimentos industriais através de grandes intermediários financeiros, ou seja, os investidores institucionais, como bancos, empresas de seguros, fundos mútuos e de pensão.

Dito de outra forma, uma alternativa à agregação das poupanças de um grande número de investidores individuais para financiar grandes empresas industriais. Isso poderia ter ocorrido em instituições financeiras especificamente concebidas para acumular tal poupança, que por sua vez, estas instituições –investidores institucionais, bancos, – que investiriam em empresas industriais.

Mark Roe (1994) sustenta que a corporação com propriedade dispersa não pode ser explicada em razões puramente econômicas. Não é simplesmente um *darwinista*, sobrevivente da competição econômica. Ao contrário, a corporação com tal característica surgiu em grande parte devido às forças políticas que impediram a formação de grandes intermediários financeiros capazes de exercer um controle significativo sobre as empresas industriais.

A implicação disso é que enquanto forças econômicas em forma de moderna governança corporativa, moldaram organizações com características de propriedade pulverizada configuradas dentro dos parâmetros estabelecidos pela lei. Como tal, a estrutura de governança das grandes corporações não pode ser ótima em um sentido absoluto, mas apenas em relação ao conjunto de possibilidades definidas pelo sistema jurídico.

O cerne do argumento Mark Roe (1994) é encontrado nos capítulos 5 ao 9 de *Strong Managers Weak Owners*, em que cita evidências históricas de Marshall para sustentar sua tese. Apesar da considerável atenção que ele dedica à governança das sociedades. Mark Roe (1994) usa sua argumentação nesta área para fazer uma observação muito simples e relevante: diferentes políticas e diferentes histórias podem resultar em diferentes sistemas de governança. Se as forças políticas são favoráveis, a fragmentação de recursos financeiros intermediários não precisa ocorrer.

Segundo Bainbridge (2003, p.4), na medida em que os regulamentos societários são estabelecidos em concordância com o ordenamento jurídico a “[...] separação entre propriedade e controle é, de fato, uma característica inerente dos sistemas de governança corporativa.” Sob todos os estatutos das sociedades, os principais intervenientes na tomada de decisão formal de estrutura são os membros do conselho de administração.

Berle e Means (1932, p. 6-7), acreditavam que esta separação entre propriedade e controle resultaria em graves problemas econômicos. Bainbridge (2003) argumenta, porém, que a

separação entre propriedade e controle é uma solução altamente eficiente para a tomada de decisões aos problemas enfrentados pelas grandes corporações.

2.1.1 Teoria de Agência

Um grande desafio que os cientistas sociais enfrentam é o desenvolvimento de uma teoria para explicar por que organizações assumem a forma que possuem e por que elas se comportam de tal forma. A contabilidade é parte integrante da estrutura de cada organização, sendo assim, o desenvolvimento de uma teoria das organizações será estreitamente associado com o desenvolvimento de uma teoria da contabilidade (JENSEN, 1983).

Neste sentido, a teoria de agência tem sido utilizada pelos acadêmicos em diversas áreas do conhecimento das ciências sociais e do comportamento, quais sejam: contabilidade, economia, finanças, *marketing*, ciências políticas e sociologia (EISENHARDT, 1989). No entanto, ainda cercada de controvérsias. Seus defensores argumentam que a revolução está nas próprias mãos e que, segundo Jensen (1983, p. 235), “a ciência das organizações está ainda na sua infância mas as bases de uma poderosa teoria está sendo colocada em prática”.

A origem da teoria de agência pode ser atribuída aos economistas que ao estudarem, nas décadas de 1960 e 1970, o *risk-sharing* – partilha do risco – entre indivíduos ou grupos descobriram que o problema do compartilhamento do risco surge quando as partes têm diferentes atitudes em relação ao risco (EISENHARDT, 1989). A Teoria de Agência ampliou esta literatura da partilha de riscos para incluir o problema de agência – o que ocorre quando as partes colaboradoras têm diferentes funções e objetivos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Na visão de Eisenhardt (1989) a teoria de agência pode ser considerada uma revolução pelos economistas, que há tempos tratam a organização como uma “*caixa preta*” na teoria da firma. A firma, objeto de análise dos microeconomistas tradicionais possui somente um proprietário. Tal proprietário é ao mesmo tempo o principal fornecedor de recursos é único gestor da organização.

Estas organizações teóricas não sofrem dos problemas comuns às organizações reais. Segundo Lopes (2004, p. 172) é inegável “[...] que a existência de conflitos de agência e de assimetria informacional permeiam a atividade das organizações modernas de forma profunda.”. Ressalta o autor que os estudos sérios acerca das organizações modernas não podem desconsiderar estes dois fatores.

No entanto, para as escolas organizacionais o valor da teoria de agência não é tão obvio (EISENHARDT, 1989). A teoria de agência possui como núcleo as relações contratuais. É importante reconhecer que a maioria das organizações são apenas ficções legais que servem como um *nexu* das relações contratuais entre os indivíduos. Assim, as organizações são simplesmente ficções legais materializadas sob a forma de um conjunto de contratos (JENSEN; MECKLING, 1976).

A relação de agência é a mais antiga e comum forma de interação social. Ela surge entre uma ou mais partes quando uma – denominada agente – atua em nome da outra – denominada principal – em um domínio específico da tomada de decisão (ROSS, 1973). Essencialmente, todas as modalidades de contratos, como entre empregador e empregado, entre governo e governados, contêm elementos importantes de agência (LOPES, 2004). Com efeito, observa-se que a relação principal – agente não aparece exclusivamente na firma. Segundo Ross (1973, p. 134), “exemplos de agência são universais.”

Jensen e Meckling (1976, p.308) definem a relação de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) nomeia outra pessoa (o agente) para executar algumas tarefas em seu nome que envolvem delegação de autoridade para tomada de decisão”. Argumentam os autores que, se as partes agem com propósito de maximização das suas utilidades pessoais, há uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre em benefício dos interesses do principal.

Neste sentido, a maior parte das organizações são simplesmente ficções legais que servem de ambiente para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos, não havendo qualquer identificação com os interesses individuais de qualquer membro da organização. As relações contratuais são a essência de uma empresa, não só com os empregados, mas com fornecedores, clientes, credores, e assim por diante (LOPES, 2004). O problema da agência e de custos de monitoramento existe para todos estes contratos, independente da questão de

saber se existe uma produção conjunta, isto é, a produção conjunta pode explicar apenas uma pequena fração do comportamento dos indivíduos associados a uma empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nessa linha de pensamento, a teoria de agência está preocupada com a resolução de dois problemas que podem ocorrer nas relações de agência. O primeiro problema de agência surge quando há conflito entre os desejos ou objetivos do principal e do agente e quando é difícil ou caro para o principal verificar o que o agente está realmente fazendo. O problema aqui é que não é possível para o principal verificar se o agente se comportou de forma adequada. O segundo problema é o *risk-sharing* que surge quando o principal e o agente têm diferentes atitudes em relação ao risco. Neste caso o problema é que o principal e o agente podem ter diferentes ações em relação às aversões ao risco (EISENHARDT, 1989).

A unidade de análise é o contrato que rege a relação entre o principal e o agente, o foco da teoria é determinar o contrato mais eficiente que rege a relação principal-agente dado as hipóteses sobre as pessoas. O problema central na teoria de agência é a possibilidade de o agente assumir um comportamento em relação às suas ações ou omissões objetivando maximizar suas utilidades pessoais (JENSEN; MECKLING, 1976).

2.1.2 Conflitos de interesse entre gestores e proprietários

A fim de compreender a situação na qual os interesses dos gestores e interesses dos acionistas sejam conflitantes, há de se compreender a natureza do interesse de cada grupo. Embora possa ser arriscado fazer generalizações, analistas financeiros e economistas supõem que os interesses dos acionistas no que diz respeito aos seus investimentos são meramente financeiros (HE; SOMMER, 2006). Assim, os investidores de uma empresa desejam que o valor de suas ações seja tão maximizado quanto possível.

Os gestores, embora não intrinsecamente avessos à maximização dos investimentos, podem também pretender satisfazer seus desejos pessoais de reconhecimento, poder, emoção de um desafio, oportunidade de fazer a diferença no mundo, entre outros (JENSEN; MECKLING, 1976). Em virtude do seu controle sobre as operações da empresa, os gestores têm alguma

capacidade para realizar estes benefícios privados, mesmo quando eles são inconsistentes com o objetivo de maximizar o valor da ação, sendo este um bom exemplo de conflitos de agência.

Essencialmente, os conflitos de agência decorrem da separação de propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1932; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, o principal problema de agência decorre do conflito de interesse entre executivos e acionistas, quando os executivos tentam maximizar sua riqueza pessoal em detrimento da riqueza dos acionistas, motivo pelo qual foram contratados (JENSEN; MECKLING, 1976). Na visão de Shleifer e Vishny (1997, p. 741), “outro problema é a dificuldade que os acionistas têm de assegurar que seus recursos não serão expropriados ou aplicados de forma incorreta pelos gestores”.

Há outros menos óbvios, mas muito mais importantes e potenciais conflitos de interesse entre gestores e acionistas. Tal relevância explicita-se no sentido de que eles podem levar a maiores reduções no patrimônio, portanto, conduzindo a maiores custos de agência. Três fontes básicas de tais conflitos são o desejo do gestor de permanecer no poder, aversão ao risco por parte do gestor e fluxo de caixa livre (DENIS, 2001).

O desejo de permanência no poder manifesta-se quando se torna evidente que a empresa poderia ter seu valor aumentado sob a direção de uma nova equipe de gestão, gerando um grave conflito de interesses. As pessoas geralmente não gostam de perder os seus empregos, e os altos executivos das companhias não são diferentes neste aspecto. Se uma determinada organização possui um time de gestores qualificados e dispostos a atuar na empresa, então os investidores vão preferir que eles mantenham seus postos de trabalho e o desejo de fazê-lo não vai apresentar qualquer conflito de interesses. No entanto, quando se torna evidente que a empresa poderia ter seu valor aumentado sob a direção de uma equipe de gestão alternativa, isso cria um grave conflito de interesses (DENIS, 2001).

Investidores bem-diversificados têm preferências por uma política de investimento simples: investir em todos os projetos cujo valor atual líquido seja positivo. Gestores, no entanto, uma vez que têm mais a perder se o projeto falhar, podem também estar preocupados com a probabilidade de insucesso e suas conseqüências. Se a desvantagem risco é grande o suficiente, um gestor pode não querer assumir um projeto que no ponto de vista do investidor pareça ser interessante.

Quanto ao último aspecto citado por Denis (2001), o fluxo de caixa livre é aquele gerado pela empresa além do montante necessário para financiar todos os projetos com valor atual líquido positivo descontado o custo de capital. Conflitos de interesses entre acionistas e gerentes sobre políticas de remuneração são especialmente graves quando a organização gera substancial fluxo de caixa livre. O problema é saber como motivar gestores para distribuir o dinheiro ao invés de investi-lo abaixo do custo de capital ou desperdiçá-lo (JENSEN, 1986).

Há realmente três opções aos gestores para destinação do fluxo de caixa livre: distribuí-lo aos investidores, reinvestir em novos projetos ou já existentes, ou retê-lo. Na medida em que uma empresa possui dívida, certa quantia do fluxo de caixa livre será paga aos investidores, e o restante o gestor está contratualmente obrigado a fazer os pagamentos do principal e dos juros aos *bondholders* (debenturistas e partes beneficiárias) em datas fixadas.

Em termos gerais, os acionistas e executivos estabelecem em contrato como os recursos serão alocados pelos executivos e como os dividendos serão distribuídos entre estes e os acionistas. Idealmente, eles deveriam assinar um contrato completo que especificasse detalhadamente o que o executivo poderia e como deveria alocar os recursos. Entretanto, não há como prever e descrever todas as situações, o que torna os contratos completos infactíveis. Assim, executivos e acionistas têm de prever no contrato os direitos de controle residual, isto é, direitos para tomar decisões em circunstâncias não previstas pelo contrato (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Segundo La Porta *et al.* (2000, p. 4), a expropriação da riqueza por parte dos gestores pode ocorrer de várias formas. Em algumas situações, os gestores simplesmente se apropriam dos lucros. Em outras, os executivos vendem a produção, os ativos ou títulos da empresa a preços abaixo de mercado para outras empresas controladoras. Há ainda situações de excesso de diversificação das atividades, remuneração abusiva aos gestores e permanência de gestores desqualificados em posições estratégicas.

Na relação entre gestores e acionistas, estes podem limitar e diminuir os conflitos de agência mediante monitoramento das atividades dos executivos e estabelecendo remuneração apropriada. Desta forma, na tentativa de alinhar os interesses dos gestores os acionistas incorrem em custos, que são chamados de custos de agência. Jensen e Meckling (1976), definem custos da agência como a soma de: custos de implantação dos contratos entre

executivos a acionistas; custo de monitoramento das atividades pelo acionista; gastos promovidos pelo agente para garantir que ele não vai tomar certas decisões que prejudique os acionistas; perdas residuais decorrentes da redução do valor de mercado da empresa causadas por decisões incorretas dos gestores que tinham por objetivo maximizar a riqueza .

Conflito de agência entre gestores e acionistas é bastante comum em empresas com ações pulverizadas. Entretanto, empresas com concentração de ações também apresentam problema de agência. Nestas, o conflito ocorre entre acionistas majoritários e minoritários enquanto que naquelas ocorre entre gestores e acionistas. Concentração de capital nas mãos de poucos grandes acionistas gera a possibilidade de expropriação dos minoritários por parte dos majoritários.

De acordo com Silveira (2004), discussões sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa surgiram como resposta aos diversos registros de expropriação das riquezas dos acionistas por parte dos controladores. Desta forma, a correta compreensão de governança corporativa passa antes pela compreensão de como ocorre o problema da agência e quais os mecanismos que poderiam ser empregados para diminuir sua ocorrência.

2.2 Governança Corporativa

A seguir são apresentadas algumas discussões acerca de governança corporativa. Trata-se de conceitos e definições dos principais autores do tema em questão e da abrangência e aplicabilidade da governança corporativa.

2.2.1 Conceito, Definição e Escopo da Governança Corporativa

A definição de governança corporativa varia, dependendo da visão do mundo (GILLAN, 2006). Numa abordagem ampla, Zingales (1998, p. 3) define sistemas de governança corporativa como um “[...] complexo de restrições que forma *ex post* de barganha sobre as

quasi-rendas¹ geradas pela empresa”. Shleifer e Vishny (1997, p. 737) definem governança como “as formas pelas quais os fornecedores de recursos para as empresas asseguram o retorno do capital investido”. E, ainda, conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os executivos, com objetivo de reduzir a má aplicação dos recursos *ex post* e incentivar os investidores a investirem mais recursos *ex ante*.

De acordo com La porta *et al.* (2000, p.4) governança corporativa “[...] é o conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores (*outsiders*) se protegem contra a expropriação dos executivos (*insiders*)”. No Brasil, Carvalhal da Silva e Leal (2007, p. 23) definem governança corporativa como “[...] os mecanismos ou os princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.”

Estes problemas ocorrem quando os interesses entre o executivo e acionista são conflitantes. Embora o executivo deva agir sempre com objetivo de maximizar a riqueza do acionista, há situações nas quais isso não ocorre, dando margem ao surgimento do comportamento oportunista do executivo.

Independentemente da definição particular usada, pesquisadores freqüentemente exibem os mecanismos de governança corporativa como inseridos em um dos dois grupos: os internos e os externos às empresas (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; GILLAN, 2006). A Ilustração 1 captura a essência desta relação.

O lado esquerdo do diagrama compreende os mecanismos internos de governança e o lado direito do diagrama introduz elementos externos de governança decorrentes da necessidade da empresa para levantar capital. Os gestores na qualidade de agentes dos acionistas decidem em que investir os ativos e como financiar tais investimentos.

¹ Quasi-rent é um termo analítico em economia, para os rendimentos auferidos, descontados os custos, inclusive os de oportunidade Alfred Marshall (1842-1924) foi o primeiro a observar quasi-rents. Fonte: <http://encyclopedia.thefreedictionary.com/Quasi-rent>

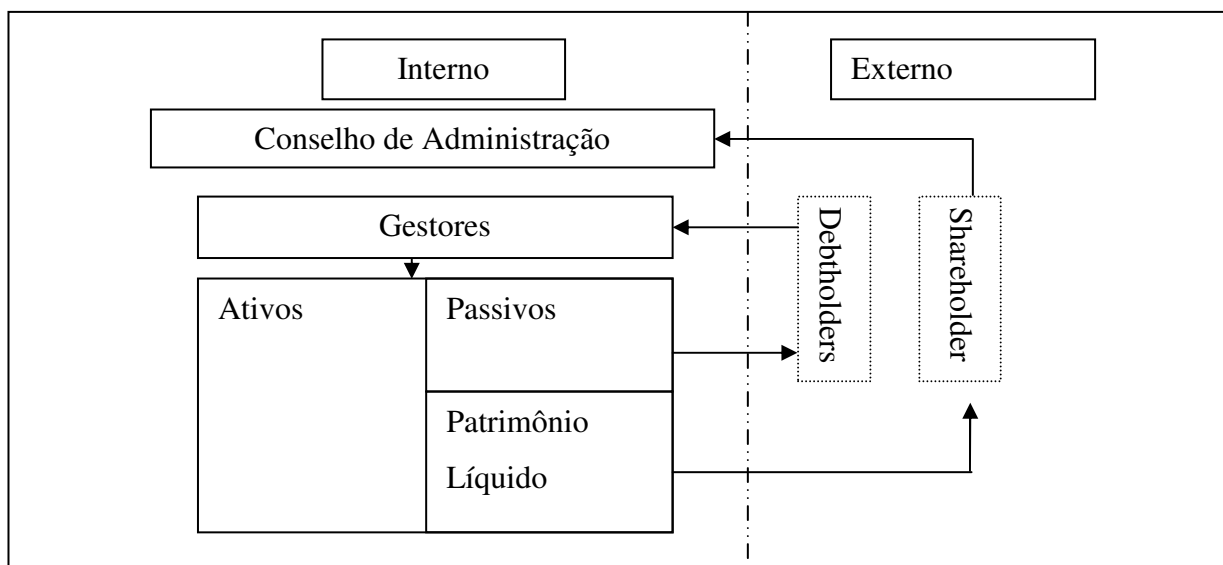


Ilustração 1 - Estruturas que criam demandas por governança corporativa

Fonte: Gillan (2006, p. 382)

O conselho de administração no ápice do sistema de controle interno desempenha as funções de assessoramento e monitoramento, como também possui a responsabilidade de contratar, demitir e compensar a equipe de gestores (JENSEN, 1993). O lado direito do diagrama apresenta os elementos externos de governança corporativa decorrentes da necessidade de a empresa financiar suas atividades. Assim, fica evidenciado que nas empresas de capital aberto, existe separação entre os fornecedores de capital e os gestores deste capital. Esta separação cria a demanda por estruturas de governança corporativa.

A governança corporativa é útil se duas condições estiverem presentes. Em primeiro lugar deve haver um problema de agência ou conflito de interesses entre membros da organização, podendo ser entre proprietários, gestores, trabalhadores ou consumidores. Segundo, os custos de transação são de tal ordem que o problema de agência não pode ser resolvido por meio de um contrato, ou seja, há o chamado contrato incompleto (HART, 1995).

De outra forma, na ausência de conflito de agência, todos os indivíduos associados à organização podem ser instruídos no sentido de maximizar a riqueza dos proprietários ou o valor da empresa ou minimizar os custos. Os indivíduos estariam preparados a desempenhar suas atividades independentemente de como as organizações conduzissem suas atividades.

Esforço e outros tipos de custos como incentivos não seriam necessários. Não seria necessária uma estrutura de governança para resolver divergências que não existiriam (HART, 1995).

A Ilustração 2 proporciona uma perspectiva mais abrangente da empresa e sua governança corporativa, a figura mostra os outros participantes na estrutura interna corporativa, incluindo empregados, fornecedores e clientes. Quando adicionado aos participantes descritos na ilustração 1, tem-se o nexo de contratos da empresa definido por Jensen e Meckling (1976).

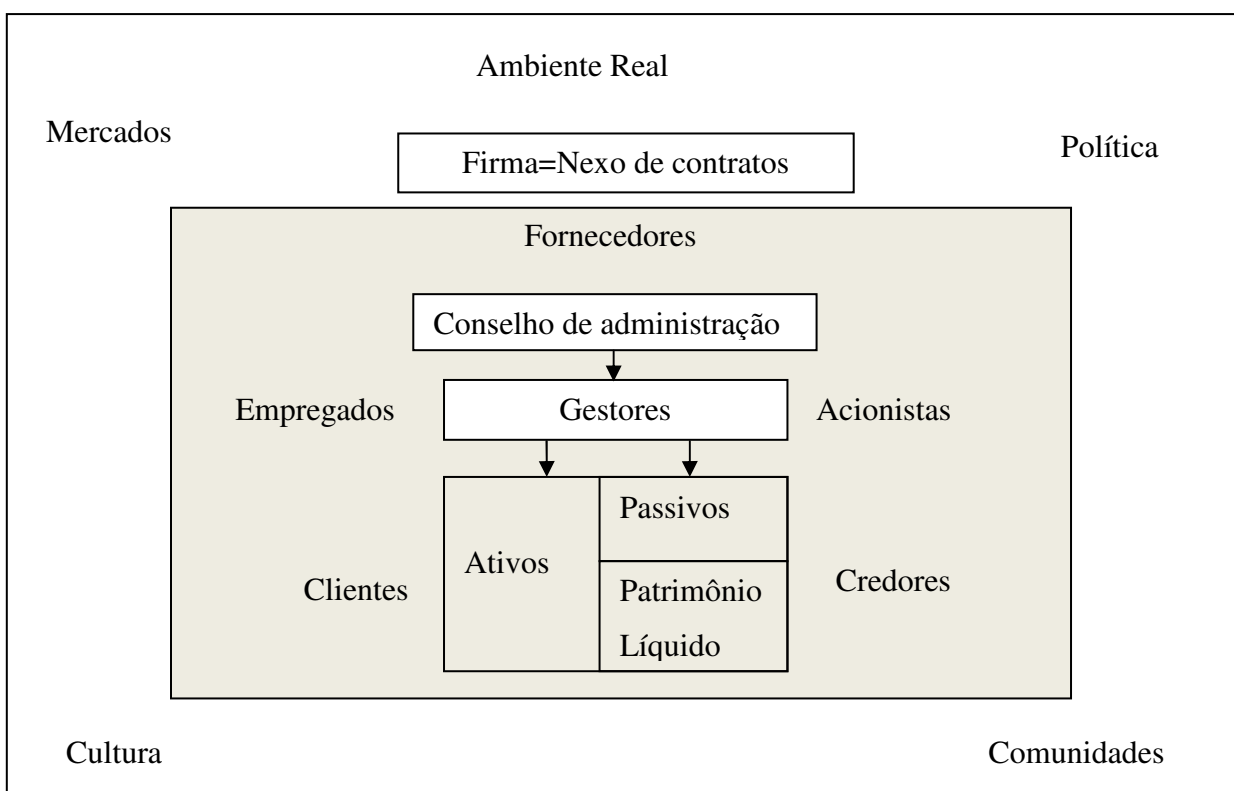


Ilustração 2 - Perspectiva da firma como nexo de contratos

Fonte: Adaptado a partir de Gillan (2006, p. 383)

Como salientado por Shleifer e Vishny (1997), os fornecedores de recursos utilizam a governança corporativa para assegurar o retorno do seu investimento. O diagrama também captura o vínculo entre acionistas, credores, clientes, empregados, fornecedores e o conselho de administração. Naturalmente, as empresas são mais do que conselhos, gestores, acionistas e os credores.

Ao incorporar a comunidade na qual as empresas operam, o ambiente político, leis e regulamentos, e mais geralmente os mercados em que as empresas estão envolvidas, a ilustração 2, já apresentada, reflete também uma perspectiva dos *stakeholders* sobre a empresa

(GILLAN, 2006). Este ponto de vista captura o ambiente real no qual está inserida a governança corporativa de acordo com a teoria da firma (JENSEN; MECKLING, 1976).

Segundo Gillan (2006) a estrutura de governança corporativa divide-se em governança interna e governança externa. Divide-se a governança interna em quatro categorias: 1) conselho de administração (função, estrutura e incentivos); 2) remuneração dos gestores; 3) estrutura de capital; 4) normas e disposições estatutárias. Similarmente, a governança externa é dividida em quatro categorias: 1) ambiente legal e regulamentar; 2) agentes institucionais do mercado; 3) informações a análise do mercado de capitais ; 4) fontes privadas de controle externo, particularmente a mídia e ações judiciais externas.

Na Ilustração 3 é possível examinar um conjunto mais amplo das características da governança corporativa e suas respectivas influências. Neste ponto de vista são incorporados alguns elementos que tradicionalmente não são parte das estruturas de governanças, por si só. No entanto, são aspectos relevantes do ambiente que, no mínimo, afetam a governança das corporações.

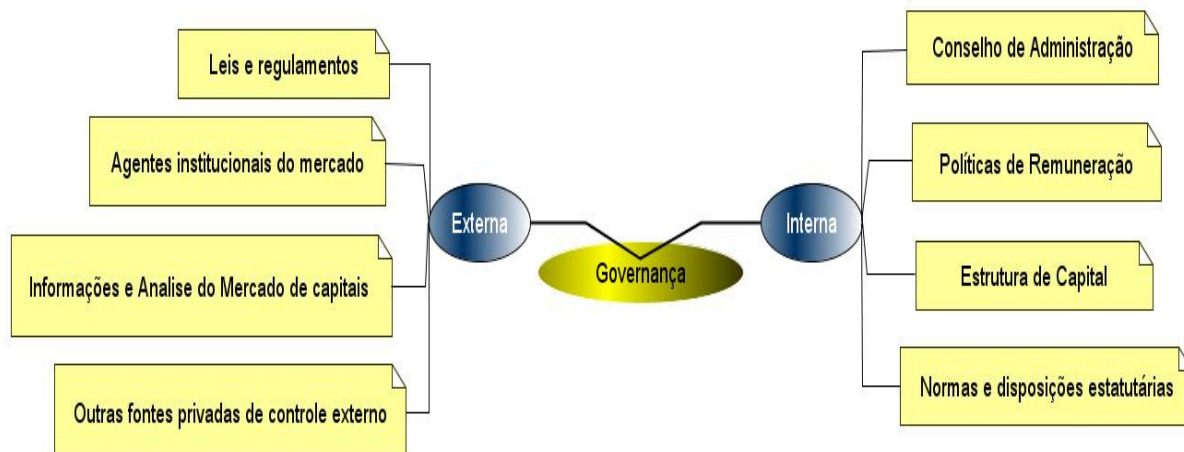


Ilustração 3 - Uma visão ampla da governança corporativa

Fonte: adaptado de Gillan (2006, p.384)

O trabalho de Gillan (2006) pode ser considerado um compêndio sobre trabalhos acerca de governança corporativa. Na visão do autor a governança divide-se em mecanismos internos e externos. No mesmo sentido, Jensen (1993) argumenta que existem quatro forças de controle que atuam sobre a empresa para resolver os problemas causados por divergência entre as decisões dos gestores e aquelas que são adequadas no ponto de vista da sociedade, quais

sejam: mercados de capitais, sistema legal e regulatório, forças competitivas de mercados, e mecanismos internos de controle. A seguir apresentam-se os principais mecanismos, princípios e forças de governança interna e externa.

2.2.2 Governança Interna

Ao analisar determinado mecanismo de governança corporativa, há realmente duas questões primordiais. Primeiro, o mecanismo em questão servirá para alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas— e, em caso afirmativo, como? Em segundo lugar, o mecanismo em questão tem um impacto significativo sobre o desempenho ou o valor da empresa?

A maior parte das evidências de que os gestores nem sempre agem no interesse dos seus acionistas provém de muitos estudos de eventos que têm sido realizados. Nestes estudos, os pesquisadores avaliam se há reação anormal no preço das ações ao anúncio de um determinado tipo de evento. Se a reação é, em média, significativamente negativa, então isso sugere que a medida não é em geral do interesse dos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Isso permite abordar a primeira pergunta, sobre se um determinado mecanismo de governança corporativa reduz a distância entre os interesses dos gestores e dos acionistas. Segundo Denis (2001, p. 197) “se um determinado mecanismo diminui a probabilidade de que um gestor irá realizar alguma medida que reduza o valor da ação do acionista, assim, esse mecanismo parece alinhar os interesses dos gestores e acionistas, pelo menos em certa medida”. Na visão da autora o mesmo se pode dizer se a reação do preço das ações para determinado evento estiver positivamente relacionado com a presença de um determinado mecanismo de governança.

Considerando que os interesses dos acionistas no que diz respeito aos seus investimentos sejam meramente financeiros (HE; SOMMER, 2006), teoricamente se um mecanismo alinha os interesses entre gestores e acionistas, automaticamente deveriam resultar também na maximização dos investimentos dos acionistas (DENIS, 2001). No entanto, pode ser difícil encontrar evidência empírica consistente com essa afirmação, mesmo se isso for verdade.

Além disso, as evidências sugerem que as relações entre um mecanismo de governança corporativa e valor da empresa devem ser interpretadas com cuidado, pois podem ser espúrias. O grande desafio nestes estudos é a endogeneidade (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2000; HERMALIN; WEISBACH, 2003) que se apresenta tanto como uma maldição como um desafio nos estudos empíricos sobre governança corporativa.

2.2.2.1 Conselho de Administração

Antes de tudo, deve-se refletir sobre uma pergunta: por que os conselhos de administração existem? Segundo Hermalin e Weisbach (2003), uma resposta possível é que eles sejam simplesmente um produto do sistema legal e regulatório, decorrente de imposição do estado ou imposição das Bolsas de Valores mediante códigos de governança ou níveis diferenciados de governança.

A maioria das empresas é obrigada a ter um conselho que reúne um grande número de exigências: deve ter, pelo menos, no caso brasileiro, três membros; deverá reunir-se com alguma regularidade; pode ser necessário que ele tenha várias comissões e uma fração dos diretores tem de possuir algum nível de independência de gestão (IBGC, 2009). No entanto, esta afirmação pode não ser uma verdade absoluta.

Conselhos de administração são prevalentes em todo o mundo, em uma variedade de organizações comerciais e sem fins lucrativos; mais importante ainda, a existência destes conselhos antecede estes regulamentos. Além disso, se os conselhos existissem simplesmente para satisfazer os requisitos regulamentares, estes representariam custos para as empresas, que posteriormente, mediante *lobbying*, seriam eliminados dos regulamentos, pelo menos em alguns lugares no mundo (HERMALIN; WEISBACH, 2003).

No mesmo sentido Jensen (1993, p.34), argumenta que o conselho de administração é o principal fator de sucesso de um sistema de controle interno e, mais do que isso, ele define as regras do jogo para o CEO (*Chief Executive Officer*) e tem responsabilidade final sobre o funcionamento da organização. Na avaliação de Jensen (1993) e Lipton e Lorsch (1992), conselhos com mais de sete ou oito membros são menos eficientes do que conselhos menores.

Todavia, as evidências disponíveis sugerem o contrário. A legislação fixa um número mínimo de membros. Na prática, os conselhos são geralmente muito maiores do que o exigido por lei. Gondrige, Clemente e Espejo (2009) constataram que, em 570 empresas de capital aberto, mais de 90% (noventa por cento) delas possuem mais de três membros. Assim, se a existência dos conselhos fosse simplesmente fruto de ficções legais, as organizações aplicariam o mínimo exigido pela legislação.

Dada a sua prevalência ao longo do tempo em diferentes formas organizacionais, deve haver uma explicação para a existência dos conselhos, que não seja apenas fruto de regulamentação. A mais plausível hipótese é que os conselhos são uma solução para alguns problemas organizacionais, determinados endogenamente nas organizações e que solucionariam problemas de agência comum em grandes empresas (HERMALIN; WEISBACH, 2003).

De acordo com o IBGC (2009), independentemente de sua forma societária e de capital aberto ou fechado, toda organização deve possuir conselho de administração eleito pelos sócios, cuja principal missão é proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento. A independência do conselho de administração em relação à gestão das companhias é um dos atributos indispensáveis e está relacionada à presença de conselheiros externos.

Um conselho independente pressupõe boa prática de governança uma vez que tal conselho é responsável por avaliar a diretoria e por substituí-la, caso seja o interesse dos acionistas (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005). Desta forma, o controle da gestão é assegurado pelo conselho de administração (HART, 1995).

Dentre as competências do conselho de administração, destaca-se a definição da estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo, a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos sob proposta do executivo principal (CEO), o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes (IBGC, 2009).

Neste sentido, o papel do conselho de governança é importante uma vez que é o eixo de sustentação dos sistemas de governança corporativa, com uma obrigação fiduciária aos acionistas, e responsabilidade de fornecer direção e monitoramento estratégico (GILLAN,

2006). Tradicionalmente, pesquisa sobre conselhos de empresas concentram-se nas ligações entre a estrutura de administração e o valor da empresa e decisões de investimento e de financiamento (incluindo a venda da empresa).

Na maioria dos estudos o tamanho e a independência dos conselhos de administração têm sido as principais variáveis das pesquisas empíricas (ROSENSTEIN; WYATT, 1990; YERMACK, 1996; GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2009). Além disso, vários trabalhos analisam o papel do CEO na dualidade, ou seja, acúmulo de cargo pelo executivo principal na presidência do conselho de administração (BRICKLEY; COLES; JARRELL, 2000).

Noutra perspectiva estudos empíricos recentes centram-se na evolução da estrutura dos conselhos ao longo do tempo, e nas mudanças na estrutura após a lei Sarbanes–Oxley (SOX). Chhaochharia e Grinstein (2005 a,b, *apud* Gillan, 2006), centrados nas alterações dos conselhos de administração evidenciaram que o tamanho dos conselhos e o nível de independência aumentaram após a SOX.

Brick *et al.* (2006 *apud* Gillan, 2006) examinaram as características dos conselhos de administração e a remuneração do executivo principal. Os autores investigaram a relação entre a remuneração dos administradores e a remuneração do CEO. Com o modelo contendo variáveis sobre as características do CEO, variáveis de governança os autores evidenciaram relação positiva e significativa entre a o excesso de remuneração paga a administradores e o excesso de remuneração do CEO.

Os autores sugerem que a complexidade de algumas empresas ou a omissão de variáveis possam influenciar estes resultados, todavia, também encontraram relação inversa entre o excesso de remuneração e desempenho. Eles concluem que o excesso de remuneração aos administradores compromete a independência e conduz a excesso de remuneração ao CEO, pois há uma relação de oportunismo e cumplicidade entre administradores e executivo principal.

Analisando o contexto das empresas chinesas, Chen *et al.* (2006), investigaram se a estrutura de propriedade e características do conselho de administração têm efeito sobre fraude financeira das empresas na China. Em análise univariada, os autores evidenciaram que as

características do conselho de administração e estrutura de propriedade diferem entre empresas fraudadoras e as empresas não-fraudadoras.

Ademais, em uma análise multivariada, enquanto que as características do conselho da empresa chinesa são importantes na distinção entre as empresas fraudadoras e as empresas não-fraudadoras, o tipo de proprietário é menos relevante. Os autores concluem que a proporção de diretores externos, o número de reuniões do conselho e a posse do presidente do conselho estão associados com a incidência de fraudes.

2.2.2.2 Políticas de Remuneração

Políticas de remuneração escolhidas por conselheiros podem desempenhar um importante papel no alinhamento dos interesses dos proprietários e gestores. Com efeito, durante a década de 90, acadêmicos e profissionais argumentaram de modo semelhante a favor de políticas de remuneração baseadas em ações – *stock options* em particular – como mecanismo para alinhar interesses dos gestores e acionistas (JENSEN, 1993).

Apesar do aumento da utilização de remuneração baseadas em *stock options* na década de 90, as preocupações quanto à sua eficácia continuam (GILLAN, 2006). Em particular, as percepções de uma desconexão entre salários e desempenho e a criação de incentivos perversos continuam a atrair manchetes na imprensa e apelos por reformas nos sistemas de compensação.

Em seu trabalho inovador, Demsetz (1983) argumenta que a estrutura de propriedade de uma empresa é endogenamente determinada para maximizar o interesse de seus acionistas. Assim, ele conclui que não há relação entre a estrutura de propriedade e rentabilidade. Demsetz e Lehn (1985) apresentam evidências apoiando os argumentos de Demsetz (1983). Eles regrediram as taxas de lucro contábil de 511 empresas norte-americanas, no ano de 1980, com diversas medidas de concentração de propriedade e não encontram coeficiente significativo.

Em contrapartida, dois trabalhos posteriores, Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnell e Servaes (1990), apresentam resultados bem diferentes. Morck, Shleifer e Vishny (1988) estimaram uma regressão linear *piece-wise* em que a variável dependente é Q de Tobin e a

principal variável independente é a concentração de ações detidas pelos administradores (principais executivos e membros do conselho de administração).

A análise foi conduzida com dados de 371 grandes empresas integrantes da lista 500 Fortune, referentes ao ano de 1980. Neste estudo, os autores encontraram evidências de relação significativa não monotônica entre o percentual de ações em poder dos administradores e o valor de mercado (Q de Tobin). Inicialmente a relação entre concentração de propriedade em posse dos administradores de até e o Q de Tobin é positiva para uma concentração de até 5%, relação negativa para concentração de propriedade entre 5% e 25%, e finalmente relação positiva, porém a uma taxa menor, para concentração de propriedade maior de 25%.

Quando Morck, Shleifer e Vishny (1988) usam rentabilidade de lucro como uma variável dependente alternativa encontram relação linear similar, embora a significância estatística das estimativas seja muito inferior. Eles mencionam que os seus resultados aparecem em desacordo com os achados de Demsetz e Lehn (1985). Sugerem que Demsetz e Lehn (1985) – por erro de especificação dos modelos econométricos – não conseguiram captar a relação não monotônica que eles encontraram.

McConnell e Servaes (1990) investigaram a relação entre o Q de Tobin e a participação acionária dos gestores para uma amostra de 1.173 empresas em 1976 e para uma amostra de 1.093 empresas em 1986 que estavam listadas quer na New York Stock Exchange ou na *American Stock Exchange*. Para ambas as amostras, eles encontram uma relação curvilínea significativa entre Q de Tobin e a participação acionária dos gestores. Eles mencionam que seus resultados não são consistentes com os argumentos teóricos de Demsetz (1983) nem com os resultados empíricos de Demsetz e Lehn (1985).

Estudos acadêmicos recentes focam em temas relacionados, por exemplo, com repactuação das opções de ações (CARTER; LYNCH, 2003). Empresas concedem opções de ações aos empregados para compensar o desempenho e como incentivos à permanência. No entanto, se após a concessão, o preço de mercado das ações da empresa cai abaixo do preço de exercício da opção, o valor da opção para o trabalhador diminui, reduzindo seu valor como instrumento de compensação. Baixar o preço de exercício da opção (repactuação) é uma maneira de restaurar o valor de incentivo de uma opção.

A estrutura de governança corporativa pode influenciar este processo de certa maneira. Segundo Carter e Lynch (2003) a repactuação de preço de ações é uma prática bastante controvertida, enquanto algumas empresas exigem ambos a aprovação ou a proibição dos acionistas para a repactuação de opções sobre ações, a prática comum requer apenas a homologação do conselho de administração.

2.2.2.3 Estrutura de Capital

Existem alguns estudos que examinam as várias classes de ações, que normalmente implicam diferentes direitos de voto e fluxo de caixa e o desempenho corporativo. Por exemplo, Gompers Ishii e Metrick (2004) analisaram a relação entre direitos de voto e de fluxo de caixa com o desempenho e o valor das companhias nos Estados Unidos. Os autores evidenciaram que a relação entre valor das empresas e os direitos de fluxo de caixa é positiva e côncava (inicialmente a relação é positiva, mas evolui a taxas negativas até que se torne de fato negativa) e a relação com os direitos de voto é negativa e convexa.

Segundo Gillan (2006) mais de duas décadas de investigação sugerem que a dívida pode agir como um *auto-aplicável* mecanismo de governança; isto é, emissão de dívida mantém os gestores em constante pressão por geração de fluxo de caixa, forçando-os para gerar dinheiro para atender às obrigações. Assim, a dívida reduz os potenciais custos de agência decorrentes de fluxo de caixa livre (JENSEN, 1986; 1993). Os contra-argumentos são de que a maioria das empresas pode facilmente satisfazer pagamentos de juros e as empresas geralmente dependem de financiamento interno (ALLEN; GALE, 2000 *apud* GILLAN, 2006).

Noutra perspectiva Klock, Mansi e Maxwell (2005), examinaram a relação entre o custo de financiamento da dívida e um índice de governança que contém várias disposições relativas à proteção dos acionistas e medidas *antitakeover*. Usando dados do *Investors Research Responsibility Center* no período de 1990 a 2000, os autores argumentam que as disposições de governança *antitakeover* podem reduzir o custo de financiamento da dívida. De forma semelhante, Cremers, Nair e Wei (2004) relatam a presença de *blockholders* – investidores institucionais – associados com rendimentos mais baixos, particularmente na presença de várias medidas *antitakeover*.

Bryan *et al.* (2006) enfatizam a ligação entre a compensação e os custos de agência da dívida. Os autores observam que, embora a teoria preveja que a maior compensação baseada em ações diminui os problemas de agência do capital próprio, isso pode exacerbar problemas de agência da dívida. Eles observam que, embora os custos de agência da dívida, que incluem: **subinvestimento** – um problema de falta de investimento em potencial para as empresas alavancadas com oportunidades de crescimento; **substituição de ativos** – quando os acionistas podem expropriar riqueza dos credores, passando de investimento mais seguro para investimentos mais arriscados; e **crise financeira** – situação na qual é incerto que os credores receberão os pagamentos prometidos pela empresa, tornaram-se menos prováveis durante a década de 1990, as empresas tornaram-se mais difíceis de controlar e, portanto, os custos de agência do capital próprio aumentaram.

Os autores consideram como custos de agência do capital próprio os decorrentes de monitoramento e desempenho anormal da empresa. Os autores sugerem que o efeito dessas mudanças explica por que as empresas utilizaram mais sistemas de compensação baseados em opções na década de 1990 e por que a proporção de opções no mix de compensação aumentou ao longo da década de 1990. Evidencia-se portanto que a estrutura de capital possui alguma relação com a estrutura de governança, especialmente com as políticas de remuneração, tornando-se uma importante variável a ser investigada.

2.2.2.4 Normas e Disposições Estatutárias

Estas normas e disposições estatutárias pertencem a características de governança que servem como potenciais barreiras ao mercado de controle corporativo. Segundo Vieira, Martins e Fávero (2009, p. 7) “[...] não é raro testemunhar, por vezes, contendas privadas derivadas de operações de oferta pública voltadas à aquisição de controle acionário. As denominadas aquisições *hostis*.”

Como forma de evitar a conquista do controle acionário da organização por meio de uma aquisição hostil, os acionistas valem-se de instrumentos *antitakeover* simples – como persuasão de acionistas pela não adesão de oferta pública – até os mais complexos como estratégias de *poison pills* e *shark repellent*. Por exemplo, *poison pills* (ou planos de direitos de acionista) autorizam as empresas a emitir ações adicionais para todos os acionistas que não

sejam um *blockholder* hostil que procuram o controle da empresa, depois que um limite pré-determinado de propriedade foi atingido. Segundo Gillan (2006), outras disposições incluem conselhos de administração escalonados, ou classificados, segundo o qual apenas alguns membros do conselho são listados para a eleição num determinado ano.

Os primeiros trabalhos empíricos sugerem que as medidas *antitakeover*, em média, entrincheiram gestores, tendo em conta os retornos anormais negativos que cercam a sua adoção (GILLAN, 2006). Todavia, Brickley *et al.* (1994) acreditam que as reações do mercado dependem da estrutura do conselho de administração. Em particular, eles acreditam que conselhos mais independentes estão associados com as reações positivas do mercado com relação às medidas *antitakeover* enquanto que conselhos menos independentes estão associados com reações negativas.

Segundo Gillan (2006), vários estudos levantaram preocupações sobre o uso de medidas *antitakeover*. Os resultados de vários desses trabalhos sugerem que a utilização de tais medidas está associada com mau desempenho. Contrariando estes resultados Danielson e Karpoff (2006), investigaram especialmente as *poison pills*, encontrando evidências de que os resultados operacionais melhoraram modestamente cinco anos após a adoção de políticas de *poison pills*. O foco dos autores é sobre as empresas que adotaram *poison pills* antes da implementação de leis que oferecem proteção *antitakeover* para as empresas.

Além disso, essas melhorias ocorrem para uma vasta gama de empresas, e não estão relacionadas com um ano de adoção específico ou se as empresas investem pesadamente em pesquisa e desenvolvimento. Os autores também analisam as implicações de desempenho de outras medidas *antitakeover*, com particular ênfase sobre as empresas que têm tanto *poison pills* e *classified boards* uma combinação vista por juristas como uma defesa *antitakeover* particularmente potente (GILLAN, 2006). Danielson e Karpoff (2006), concluem que suas evidências contradizem a opinião generalizada que *poison pills* afetam negativamente o desempenho das empresas e refutam a hipótese do entrincheiramento da administração.

No Brasil Vieira, Martins e Fávero (2009) inauguraram esta nova linha de pesquisa sobre mercado de capitais com o artigo “*Poison pills* no Brasil: um estudo exploratório”. Neste estudo os autores abordam aspectos conceituais e um levantamento das companhias que

utilizam *poison pills*. Este estudo indica que havia até 2006 apenas 7 companhias abertas com cláusulas estatutárias antiaquisição.

2.2.3 Governança Externa

As empresas estão expostas às forças do mercado e estão sujeitas a outras fontes de supervisão. Alguns destes aspectos são discutidos a seguir.

2.2.3.1 Ambiente Legal e Regulamentar

Aspectos do ambiente jurídico e regulamentar são integralmente relacionados à governança corporativa e um grande número de estudos investiga a relação entre governança, ambiente legal e finanças (GILLAN, 2006). Em geral os estudos examinam o impacto das mudanças na lei – especialmente leis que permitem às empresas adotar medidas *antitakeover* – sobre a riqueza dos acionistas e o mercado de trabalho dos gestores. Mais recentemente os estudos nos Estados Unidos focam governança e as alterações na riqueza dos acionistas e no desempenho das empresas em decorrência da implementação da Lei Sarbanes-Oxley.

Há também uma vasta literatura, começando por La Porta *et al.* (1997) focando governança corporativa e como se relaciona com a proteção legal conferida a acionistas e credores. Neste trabalho, os autores examinam as leis que regem a proteção dos investidores, a qualidade da aplicação dessas leis, e concentração de propriedade em 49 países ao redor do mundo. Segundo os autores, as leis diferem acentuadamente em todo o mundo, embora em muitos locais a maioria delas disponibilize aos investidores um conjunto bastante limitado de direitos.

Em particular, os países cujas normas jurídicas que se originam na tradição *common-law* tendem a proteger os investidores muito mais do que os países cujas leis originárias do direito *civil-law* e, especialmente, a tradição *civil-law* francesa. A aplicação da lei também difere muito ao redor do mundo. Segundo La Porta *et al.* (1997), a Alemanha e os países escandinavos têm a melhor qualidade de aplicação da lei.

La Porta *et al.* (2000), ressaltam que pesquisas recentes têm documentado grandes diferenças entre os países de concentração de propriedade em empresas de capital aberto, na amplitude e profundidade dos mercados de capitais, em políticas de dividendos e no acesso das empresas ao financiamento externo. Um elemento comum a estas diferenças é a forma como os investidores – acionistas e credores – são protegidos pela legislação contra os riscos de expropriação pelos gestores e acionistas controladores.

A proteção dos investidores passa a ser crucial, porque, em muitos países, a expropriação dos acionistas minoritários e dos credores pelos acionistas controladores é extensa. O investidor se expõe a riscos quando investe em determinada empresa e às vezes os retornos sobre seus investimentos nunca se materializam porque os acionistas controladores ou administradores expropriam-na (LA PORTA *et al.*, 2000). Em geral a expropriação está relacionada com os problemas de agência descritos por Jensen e Meckling (1976).

A abordagem jurídica da governança corporativa defende que o mecanismo fundamental é a proteção dos investidores externos – acionistas ou credores – através do sistema jurídico, ou seja, ambos, a lei e sua aplicação (LA PORTA *et al.*, 2000). Em grande medida, potenciais acionistas e credores financiam as empresas, porque seus direitos estão protegidos pela lei. De fato investidores externos são mais vulneráveis à expropriação e mais dependentes de um eficiente ambiente regulatório que funcionários e fornecedores.

Quando os investidores financiam as empresas, eles normalmente obtêm determinados direitos ou poderes que são geralmente protegidos por intermédio da aplicação de leis e regulamentos. Alguns destes direitos incluem *disclosure* e práticas contábeis legais, que oferecem aos investidores a informação de que necessitam para o exercício de outros direitos. Tais direitos incluem recebimentos de dividendos, votação para escolha do conselho, participar de reunião de acionistas, direitos semelhantes aos *insiders* sobre novas emissões de títulos, direito de processar gestores ou majoritários em caso de suspeita de expropriação.

Em diferentes jurisdições, as regras de proteção dos investidores provêm de diferentes fontes, estatutos das empresas, leis de falência, medidas *antitakeover*, leis da concorrência, mas também da regulamentação da bolsa de valores e normas de contabilidade. A aplicação das leis é tão crucial quanto seu conteúdo. Segundo La Porta *et al.* (2000) na maioria dos países,

as leis e regulamentos são aplicados, em parte, pelas entidades reguladoras do mercado, em parte, pelos tribunais e, em parte, pelos participantes no mercado.

2.2.3.2 Agentes institucionais do Mercado

Neste estudo são considerados agentes institucionais do mercado os investidores institucionais, o mercado de aquisições hostis, o mercado de trabalho e o mercado de produtos.

O primeiro agente institucional são os investidores institucionais, que gerenciam uma parcela cada vez maior dos ativos financeiros nos mercados mais evoluídos. Decorre disso sua relevância e, por vezes, apelos à sua intervenção enquanto agentes fiscalizadores e indutores de melhores práticas de governança corporativa. Segundo Mark Roe (1994) investidores institucionais tornaram-se mais comuns a partir da década de 1990.

No que diz respeito à função de monitoramento dos investidores institucionais, Hartzell e Starks (2003) sugerem que a concentração de propriedade institucional modera a política de remuneração. Segundo tais autores investidores institucionais desempenham um papel de monitoramento e por consequência mitigam conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Outro agente institucional é o mercado de aquisições hostis. Há trinta anos as grandes corporações tinham poucos motivos para restringir os direitos dos acionistas. Aquisições hostil e *proxy fights*² eram raros, a maioria das empresas eram democracias de acionistas, e na condução dessas empresas os gestores tinham muito mais liberdade do que possuem hoje (MORRIS *et al.*, 1998). Todavia na década de 1980, a ascensão do mercado *junk bond market*³ e de aquisições hostis perturbou esta relação, permitindo ofertas públicas de aquisições

² *Competição hostil para o controle de uma organização em que dois ou mais grupos procuram substitutos dos membros ou eleitores para apoiar sua tentativa de aquisição. Estes grupos tentam persuadir os membros insatisfeitos ou indecisos eleitores para ajudá-los a expulsar o grupo de operadores.*
<http://www.businessdictionary.com/definition/proxy-fight.html>

³ *Junk bonds são geralmente emitidos por menores ou empresas relativamente menos conhecidas para financiar suas operações, ou por grandes e bem conhecidas empresas para financiar as aquisições alavancadas.*
<http://www.businessdictionary.com/definition/junk-bond.html>

hostils, mesmo para as maiores empresas. Em resposta, muitas empresas adicionaram as medidas *antitakeover* e outras restrições aos direitos dos acionistas.

Em muitos aspectos, o mercado de controle corporativo ou mercado de aquisições hostis é um importante mecanismo de governança corporativa. Considerando que há grande competição entre gestores das companhias adquirentes e adquiridas resultando em reestruturação em que a atual administração é substituída. No entanto, o mercado de controle corporativo pode ser perverso na medida em que também fornece um meio pelo qual os gestores ineficientes podem construir um império por meio de aquisições mal aconselhadas.

O terceiro agente institucional é o mercado de trabalho. A literatura de finanças sobre mercados de trabalho incide sobre os CEOs, diretores e altos executivos (GILLAN, 2006). Segundo Gillan (2006), clássicos estudos como os de Fama e Jensen (1986) e Jensen e Meckling (1976) argumentam que as forças do mercado de trabalho e preocupações com a reputação têm um efeito disciplinador sobre os membros do conselho e os gestores.

É razoável imaginar que, sólidos desempenhos obtidos por executivos ou membros dos conselhos de administração têm o potencial de conduzi-los a melhores oportunidades. A estes executivos pode ser oferecido um cargo em uma empresa de maior dimensão ou de maior prestígio. Ao mesmo tempo, o mau desempenho pode ser associado com a cessação e dificuldades na obtenção de novas posições; quer como executivo ou como membro de conselho.

A maioria das pesquisas sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas foi firmemente (embora nem sempre explicitamente) enraizada na teoria da agência. Tais investigações foram desenvolvidas sob a suposição de que planos de remuneração – salários, bônus anuais e *stock options* – são concebidos para alinhar os interesses executivos com aqueles dos acionistas (MURPHY, 1999).

Murphy (1999) fornece uma ampla perspectiva sobre a associação entre o desempenho da empresa e do mercado de trabalho para os CEOs. Este estudo constatou que um bom desempenho está positivamente associado com a remuneração do CEO, enquanto que o mau desempenho aumenta a probabilidade de rotatividade do CEO. Na verdade, numerosos

estudos focam esta associação entre a rotatividade de CEOs, governança e forma organizacional.

O último agente é o mercado de produtos no qual há a presença de forte concorrência. Esta concorrência afeta as empresas de forma diferenciada, dependendo se estão sujeitos ou não a custos de agência (BAGGS; BETTIGNIES, 2007). Estes autores utilizando um conjunto de dados de empresas canadenses – sujeitas a custos de agência – analisaram os efeitos da competição sobre o desempenho gerencial. Eles, argumentam que a concorrência está diretamente associada aos esforços gerenciais e o aumento da concorrência está associado com fortes incentivos contratuais para os trabalhadores.

No que diz respeito à concorrência do mercado do produto e *turnover* do CEO, Parrino (1997) investiga os fatores que afetam as probabilidades de rotatividade voluntária e forçada, e para ambas as situações, se o novo CEO é de dentro da empresa, de outra empresa no segmento ou de fora do segmento. Relata o autor que os CEOs ineficientes são mais fáceis de identificar e menos onerosos para substituir nos segmentos compostos por empresas similares do que nos segmentos heterogêneos.

O autor evidenciou que a probabilidade de *turnover* forçado e nomeações internas aumentam em segmentos homogêneos. Defond e Park (1999) relatam que a frequência de rotatividade é maior nas indústrias mais competitivas, e que medidas de avaliação de desempenho estão intimamente relacionadas à rotatividade em setores com intensa concorrência.

2.2.3.3 Informação e análise do mercado de capitais

Os analistas do mercado de capitais estão entre os mais importantes intermediários da informação entre investidores e as empresas. Analistas rotineiramente coletam e processam uma grande quantidade de informações das empresas e conseqüentemente disseminam tais informações aos atuais e potenciais investidores (CHUNG; JO, 1996). Há uma série de estudos que examinam as ligações entre os fornecedores de informações do mercado de capitais e os diferentes aspectos de governança corporativa.

Chung e Jo (1996) examinam o impacto do monitoramento por parte dos analistas de mercado sobre o valor das empresas. Os autores argumentam que tal monitoramento do desempenho das organizações motiva os gestores e conseqüentemente reduz os custos de agência associados à separação da gestão e da propriedade. Em outras palavras, os analistas de valores mobiliários reduzem os custos de agência por monitoramento da gestão empresarial e pelo fornecimento de informações sobre as empresas ao mercado. Ressaltam os autores que o impacto da atividade dos analistas de mercado sobre o valor das organizações não é somente por meio da função de monitoramento da gestão mas também pelo fornecimento de informações aos investidores.

2.2.3.4 As fontes privadas de controle externo

As duas fontes privadas de controle externo citadas por Gillan (2006) são os meios de comunicação e as ações judiciais. Segundo o autor a mídia claramente desempenha um papel importante na elaboração de relatórios sobre as corporações e sua governança corporativa. Os pesquisadores de finanças também têm investigado o papel da mídia sobre a governança das corporações.

Dick e Zingales (2002) discutem a governança corporativa e o papel da mídia. Neste estudo os autores discutem o papel da mídia em pressionar os gerentes e diretores das empresas a se comportar de maneiras que seja ‘socialmente aceitável’. Às vezes, isso coincide com a maximização de valor aos acionistas, outras não. Ao fazer isso, eles concluem que a mídia afeta políticas corporativas para o meio ambiente e em que medida os recursos corporativos são desviadas em benefício dos acionistas controladores.

Normalmente, a mídia pode desempenhar um papel na governança corporativa, afetando a reputação pelo menos de três maneiras. Em primeiro lugar, a atenção da mídia pode levar os políticos a introduzir reformas no direito societário ou aplicar as leis societárias na crença de que a inação prejudicaria a sua futura carreira política ou sua reputação diante dos olhos da opinião pública (DICK; ZINGALES, 2002).

Em segundo lugar, a atenção da mídia pode afetar a reputação através do canal padrão que a maioria dos modelos econômicos enfatizam. Os salários dos gestores no futuro dependem da

crença dos acionistas e futuros empregadores sobre se os gestores atenderão seus interesses nas situações em que eles não possam ser monitorados. Esta preocupação com uma sanção pecuniária compulsória pode levar os gerentes a não tirar vantagem das oportunidades de auto-negociação de forma a criar uma imagem de que são bons gestores (DICK; ZINGALES, 2002).

Em terceiro lugar, a atenção da mídia afeta a reputação dos gerentes e membros do conselho não somente aos olhos dos acionistas e futuros empregadores, mas sua reputação aos olhos da sociedade em geral, amigos, familiares e colegas de trabalho. Nesse sentido, nenhuma política de seguros para os gerentes ou diretores pode protegê-los de tais sanções à reputação (DICK; ZINGALES, 2002).

Mais recentemente, Malmendier e Tate (2007) examinam os CEOs que são objetivo de atenção da mídia. Especificamente, eles definem os CEOs *superstar* como aqueles que recebem prêmios da imprensa de negócios. Estes autores evidenciaram que as empresas cujos CEOs receberam prestigiosos prêmios de âmbito nacional da imprensa de negócios apresentaram desempenhos inferiores tanto em relação ao mercado global quanto uma amostra hipotética de vencedores com características empresariais e dos CEOs semelhantes aos dos vencedores dos prêmios.

Este estudo demonstra o efeito negativo que a mídia exerce sobre aquelas empresas cuja governança é fraca. Além do efeito negativo sobre o desempenho da empresa os CEOs premiados extraem compensação significativamente mais alta da sua empresa após a concessão daqueles prêmios, tanto em valores absolutos e relativos a outros executivos da empresa. Eles também gastam muito mais tempo e esforço em atividades públicas e privadas fora da empresa, tais como assumindo assentos no conselho ou escrevendo livros.

Outro elemento importante do ambiente de governança é o contencioso (GILLAN, 2006). Nesta perspectiva os estudos se dividem entre aqueles que examinam a associação entre alegações de fraude e compensação e aqueles que focam sobre os antecedentes e as consequências das alegações de fraude e de contencioso.

Agrawal *et al.* (1999) encontraram pouca evidência de *turnover* do conselho ou de CEOs em ambientes de alegações de fraude. Estes autores analisaram 103 empresas que cometeram uma

ampla gama de fraudes, mas apenas quatro dessas empresas representam casos de fraude de relatórios financeiros. Assim, é difícil tirar conclusões de seu estudo sobre o efeito das violações GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) na melhoria da governação.

Farber (2004) investigou a relação entre a credibilidade do sistema de informação financeira e da qualidade dos mecanismos de governança. Em uma amostra de 87 empresas identificadas pela SEC (*Security Exchange Commission*) e acusadas de manipular fraudulentamente as suas demonstrações financeiras, encontrou evidências de que as empresas acusadas de fraude pela SEC, tendem a ter baixa governança em relação a uma amostra de controle no ano anterior à detecção da fraude, e que a governança média das empresas acusadas de fraude melhora durante os 3 anos seguintes.

Segundo Farber (2004) os resultados indicam que as empresas fraudadas têm má governação em relação a uma amostra de controle no ano anterior à detecção de fraudes. Especificamente, as empresas acusadas de fraude possuem conselhos de administração menores e menor índice de independência, menos reuniões do Comitê de Auditoria, poucos especialistas financeiros do comitê de auditoria, uma porcentagem menor de prestação de serviços pelas 4 grandes empresas de auditoria, e um percentual maior de CEOs, que são também presidentes do conselho de administração.

No entanto, os resultados indicam que as empresas acusadas de fraude tomam ações para melhorar a sua governação e que, três anos após a detecção de fraudes, estas empresas têm características similares à governança das empresas integrantes da amostra de controle em termos de tamanho e percentagens de membros externos no conselho, e superiores ao das empresas da amostra de controle no que tange ao número de reuniões do comitê de auditoria. No mesmo sentido Ferris Lawless e Makhija (2001) sugerem que as conseqüências destes processos legais desempenham importante papel na melhoria da governança corporativa.

2.3 Teoria do *Disclosure* Voluntário

Existe uma teoria do *disclosure* voluntário? Robert E. Verrecchia e Ronald A. Dye discutem a existência de uma teoria unificada e abrangente. Verrecchia (2001) em seu artigo “Essays on disclosure” tenta estabelecer uma taxonomia da literatura de contabilidade em matéria de

divulgação, ou seja, uma categorização dos vários modelos de divulgação da literatura em temas integrados. Segundo Verrecchia (2001) não existe um paradigma central, ele reconhece que uma teoria abrangente da divulgação é uma meta grandiosa, e seu objetivo neste artigo foi mais modesto. Ele classifica sua tentativa como um pequeno passo à construção de uma teoria abrangente.

No que se refere ao paradigma central Dye (2001, p.184) concorda parcialmente com Verrecchia (2001) e alega que a literatura sobre divulgações ainda não amadureceu o suficiente para merecer o status de uma teoria. Isso ocorre em grande parte, porque tem havido muito pouca investigação publicada sobre as normas de contabilidade analítica durante as últimas duas décadas. Argumenta, também, que outra causa é a enorme importância das divulgações obrigatórias de prática contábil, algo que pesquisadores de contabilidade devem se esforçar para corrigir.

Entretanto, na visão de Dye (2001) existe uma teoria do *disclosure* voluntário. A teoria da divulgação voluntária é um caso especial da teoria dos jogos com a seguinte premissa central: qualquer entidade que preveja a possibilidade de uma divulgação, divulgará informações que sejam favoráveis à entidade, e não divulgará informações desfavoráveis para a entidade. Além disso, a fim de interpretar sensatamente as intenções da entidade de fazer ou não fazer uma divulgação, deve-se prever quais os benefícios para a entidade para se comportar de tal forma.

No que diz respeito à taxonomia, Verrecchia (2001, p. 99) sugere três grandes categorias de pesquisa de *disclosure* em contabilidade:

- ***Association-based disclosure*** – pesquisas focadas na associação do *disclosure* como variável exógena e sua relação com alterações ou interrupções nas atividades de investidores que competem no mercado de capitais. Nesta categoria o *disclosure* é assumido como uma variável exógena;
- ***Discretionary-based disclosure*** – pesquisas focadas no comportamento de gestores e empresas com relação à divulgação discricionária de informações sobre as quais possam ter conhecimento. Nesta categoria o *disclosure* é assumido como uma variável endógena;

- ***Efficiency-based disclosure*** – pesquisas focadas na escolha incondicional e na eficiência do *disclosure*, nesta categoria discutem-se as configurações em que a divulgação é preferível, na falta de conhecimento prévio da informação, isto é, *ex ante*.

Verrecchia (2001, p.100) afirma que uma teoria verdadeiramente abrangente acerca do *disclosure* deve integrar simultaneamente em sua análise os três elementos da taxonomia desenvolvida por ele. Isto é, uma teoria abrangente que reconheça adequadamente os papéis da eficiência, dos incentivos, e da endogeneidade do processo de mercado, uma vez que envolve as interações entre maximização do bem-estar individual e de grupos de agentes investidores.

Segundo Dye (2001) a origem da disparidade entre seu ponto de vista e a visão de Verrecchia (2001) refere-se a sua crença de que os modelos endógenos de divulgação são o coração da literatura de divulgação, enquanto que Verrecchia (2001) em seu ensaio atribui *status* igual aos modelos de divulgação exógenos e endógenos. Ele argumenta, ainda, que a premissa central da teoria da divulgação voluntária não se aplica a divulgações exógenas, porque divulgações exógenas, por definição, não são projetadas para maximizar nada, e em particular, nem os benefícios da entidade caso faça as divulgações.

As pesquisas classificadas por Verrecchia (2001) como baseadas em associação procuram analisar como a divulgação é associada ou relacionada a alterações ou interrupções ocorridas nas atividades dos investidores, que são diversas, cuja competição no mercado de capitais objetiva a maximização de seu bem-estar individual. Duas características destes estudos dizem respeito a relações entre – divulgação e evolução dos preços das ações – e – divulgação e volume dos negócios.

Verrecchia (2001, p.102-140) apresenta uma evolução dos estudos baseados em associação, focando principalmente os aspectos relacionados às derivações matemáticas destes estudos. Dye (2001, p. 187) critica esta seção do artigo e aponta dois principais problemas. Primeiro, ele critica Verrecchia (2001) por não ter apontado os problemas com essa literatura. Segundo, há uma preocupação excessiva de Verrecchia (2001) associada à álgebra das derivações matemáticas e não com os resultados econômicos destes estudos.

Nas pesquisas classificadas por Verrecchia (2001, p.141-160) como discricionariedade do *disclosure* o fundamento é o problema da seleção adversa com relação ao mercado de capitais, isto é, são analisados os critérios do gestor ou empresa com relação à divulgação de informações – sobre as quais eles possam ter conhecimento – que podem ser úteis para avaliar a empresa. A lógica subjacente a este resultado é que um comprador racional interpreta a informação sonogada como informação que é desfavorável acerca do valor e da qualidade do ativo. Conseqüentemente, o comprador desconta o valor do ativo até o ponto em que o vendedor possa revelar a informação, mesmo que seja desfavorável.

Verrecchia (2001) apresenta uma série de modelos de complexidade crescente acerca da modelagem de divulgação discricionária em uma tentativa de ilustrar a evolução da literatura. A principal conclusão é particularmente interessante: na presença de custos e/ou incerteza, amplamente definidos, os gerentes irão optar por divulgar ou reter informações sobre valor da empresa apesar do fato de que agentes externos possam interpretar racionalmente as informações retidas.

Dye (2001) argumenta que os modelos focados na discricionariedade e assumidos como modelos exógenos apresentam dificuldades. Observa também que, por uma variedade de razões, o desenvolvimento de modelos endógenos de divulgação é importante. Segundo o autor o resultado mais importante com respeito a divulgações endógenas é a divulgação integral de Grossman (1981), Grossman e Hart (1980) e Milgrom (1981).

Isso indica, de forma geral, que se os compradores de um produto sabem que um vendedor tem a informação, todos os compradores interpretam as divulgações ou retenções de informação dos vendedores da mesma forma. O vendedor pode divulgar a informação que recebeu, e o vendedor não incorre em custos em fazer uma divulgação, deste modo, o vendedor sempre divulgará suas informações (DYE, 2001).

Dye (2001) afirma que este resultado cria um enigma para os investigadores de contabilidade, uma vez que as empresas retêm uma quantidade substancial de informações relacionadas à contabilidade. O mercado não induz as empresas a divulgar, ao contrário do que sugerem as idéias defendidas por Verrecchia (2001) baseadas nos estudos de Grossman (1981).

Com relação aos estudos focados em eficiência, Verrecchia (2001, p. 160-172) analisa uma série de estudos que tentaram ligar eficiência e divulgação, quer no contexto do bem-estar social ou eficiência de uma única empresa. Ele ressalta que o maior potencial é o elo entre a divulgação e a redução da assimetria informacional.

Dye (2001) aplaude a decisão Verrecchia (2001) de considerar as questões de eficiência associadas com divulgações. Ressalta, ainda que isso ajuda a desfazer um equívoco de longa data de alguns pesquisadores de contabilidade que uma teoria destinada a identificar as alocações eficientes (que é muitas vezes formulada como um problema de bem-estar) é, necessariamente, divorciada de uma teoria projetada para gerar implicações testáveis.

Verrecchia (2001) conclui o ensaio sugerindo que pesquisas ligando eficiência e divulgação merecem maior atenção por parte dos pesquisadores e devem focar a redução da assimetria informacional, parte integrante do custo do capital próprio. Argumenta também que a assimetria da informação inibe os investimentos, tornando-os mais caros para uma empresa exercer as atividades para as quais foi concebida.

Dye (2001) discorda da sugestão de Verrecchia (2001) e argumentando que esta proposta de estudos ligando assimetria informacional e divulgação tem um significado bastante limitado para pesquisas futuras. Ao mesmo tempo sugere que pesquisas focando a eficiência do *disclosure* obrigatório seriam importantes.

2.4 Evidências empíricas sobre *Disclosure*

Nesta parte são apresentadas as principais pesquisas desenvolvidas no Brasil e no exterior que, sob algum aspecto, têm relação com o tema deste trabalho, ou seja, o relacionamento entre *disclosure* das organizações com atributos da governança corporativa.

Consoante Eng e Mak (2003) a investigação empírica sobre a divulgação voluntária tem uma história bastante antiga que remonta ao trabalho de Alan Robert Cerf, de 1961, *Corporate Reporting and Investment Decisions*, com uma corrente de estudos posteriores investigando o

impacto das características da empresa como tamanho, alavancagem e políticas de remuneração dos executivos com divulgação.

A divulgação voluntária e seus determinantes foram identificados como uma importante área de investigação em relatórios financeiros desde a década de 1970. Estudos anteriores sobre os determinantes da divulgação voluntária foram realizados principalmente nos Estados Unidos da América e outros países desenvolvidos (HO; WONG, 2001).

Todavia, a maioria dos estudos empíricos tem analisado os mecanismos institucionais (isto é, de Governança Corporativa) que podem influenciar a prática de divulgação voluntária de forma individualizada. A maioria destas pesquisas anteriores estudou, principalmente, o efeito de um único atributo da governança corporativa e poucos deles examinaram a relação governança e *disclosure* sob diferentes atributos em um único estudo.

2.4.1 Estudos similares no exterior

Um dos principais estudos que examinam os determinantes das práticas de *disclosure* é o trabalho de Meek, Roberts e Gray (1995). Estes autores desenvolveram um estudo que analisou os fatores que influenciam as estratégias de divulgação voluntária de informações financeiras e não-financeiras em relatórios anuais das organizações norte americanas, do Reino Unido e da Europa Continental (especificamente, França, Alemanha e Holanda).

A amostra final do estudo continha 116 empresas norte-americanas, 64 do Reino Unido e 46 da Europa Continental (16 francesas, 12 alemãs e 18 holandesas). Os aspectos mais importantes observados no estudo são o tamanho da organização, origem nacional ou regional, setor de atuação indústria, negociação de ações em outros países como fatores explicativos quanto às políticas de divulgação voluntária em relatórios anuais das companhias integrantes da amostra.

Christine Botosan, em 1997, analisa os efeitos do nível de divulgação sobre o custo do capital. A autora investiga a relação entre o nível de *disclosure* e o custo do capital próprio mediante construção de um índice de *disclosure* para uma amostra de 122 empresas no ano de 1990. A

principal conclusão é que há uma relação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo do capital próprio.

Chen e Jaggi (2000) examinaram se divulgações financeiras abrangentes seriam associadas com atributos da governança corporativa das organizações em Hong Kong. O estudo foi conduzido para uma amostra de 87 empresas no período de 1993 a 1994. Eles utilizaram regressão linear múltipla estimada por mínimos quadrados ordinários (OLS) para testar a associação entre a variável dependente (SCORE) abrangência das divulgações financeiras e as variáveis independentes (RIND) proporção de diretores executivos independentes e (FCONT) controle familiar.

Como *proxy* de *disclosure* os autores utilizam metodologia adaptada do estudo de Wallace e Naser (1995). Este instrumento contém 30 itens de *disclosure* e a extensão das revelações para cada item depende da riqueza da informação divulgada. A pontuação máxima que uma empresa poderia ganhar para a divulgação mais abrangente de todos os 30 itens seria de 142 pontos. Para verificar o controle familiar os autores classificaram como empresas familiares controladas se 10% ou mais de suas ações ordinárias em circulação foram realizadas por uma família e se pelo menos um membro da família estava no conselho da empresa.

Os principais resultados indicam que uma parcela substancial de diretores, 28,2%, são independentes nos conselhos de administração das empresas da amostra. A variável sobre a propriedade revela que em média 44,6% da propriedade pertence a não-membros da família ou administradores não executivos ou substanciais acionistas. Outro achado importante sugere que uma maior proporção de independência no conselho de administração está associada a mais ampla divulgação financeira. Estes resultados também sugerem que tal associação é mais fraca para empresas controladas por grupos familiares em relação às não controladas.

Outra investigação similar à de Chen e Jaggi (2000) é o estudo de Ho e Wong (2001) acerca da relação entre as estruturas de governança corporativa e amplitude da divulgação voluntária. O principal objetivo desta investigação foi testar um modelo teórico relacionando quatro atributos da governança corporativa com o grau de informação voluntária prestada por empresas listadas em Hong Kong.

Os atributos de governança corporativa investigados foram: a proporção de conselheiros independentes ao número total de membros do conselho; a existência de uma comissão de auditoria voluntária; a existência de dualidade na presidência do conselho e a percentagem de membros da família no conselho.

O estudo foi conduzido utilizando questionários para identificar a existência de comitês de auditoria como também verificar a percepção de analistas financeiros com relação ao *disclosure* das empresas. Um questionário foi enviado a 610 diretores financeiros de todas as empresas listadas em Hong Kong para determinar a existência de uma comissão de auditoria em suas empresas. Outro questionário foi aplicado a 535 analistas financeiros de investimento ou firmas de corretagem em Hong Kong no final de 1997 e início de 1998. Destes, 98 diretores financeiros e 92 analistas financeiros retornaram a pesquisa.

Os resultados deste estudo indicam que a existência de uma comissão de auditoria é significativamente e positivamente relacionada com a extensão da divulgação voluntária, enquanto que a percentagem de membros da família no conselho é negativamente relacionada com o grau de divulgação voluntária.

Patel, Balic e Bwakira (2002) realizaram um estudo para 354 companhias em 19 países emergentes. Os resultados indicam que os mercados emergentes da Ásia e África do Sul têm significativamente maior transparência e divulgação, em comparação com mercados emergentes da América Latina, Leste Europeu e Oriente Médio.

Chau e Gray (2002) examinaram a associação da estrutura de propriedade com a divulgação voluntária das empresas listadas em Hong Kong e Cingapura. Para uma amostra de 62 empresas construíram um índice de *disclosure* baseado no estudo de Meek, Roberts e Gray (1995). Em particular, os resultados também indicam que o nível de divulgação de informações é susceptível de ser menor em empresas de controle familiar. Segundo os autores uma característica importante do mercado de ações de Hong Kong e Cingapura.

Outro estudo da mesma categoria é de Gul e Leung (2004), cujo objetivo foi examinar a relação entre a estrutura do conselho de administração – em termos de Dualidade do CEO (CEOs que acumulam as funções de executivo e presidente do conselho), de proporção de conselheiros externos no conselho – e *disclosure* voluntário. Análises de regressão de 385

observações, no ano de 1996, de empresas de Hong Kong evidenciaram que a dualidade CEO é associada com baixos níveis de *disclosure* voluntário. Todavia esta relação é mais fraca nas empresas em que há uma maior independência do conselho de administração.

Cheng e Courtenay (2006) examinam a associação entre a estrutura (composição, independência e tamanho) do conselho de administração e o nível de divulgação voluntária. Encontram novas evidências de que as empresas com maior proporção de conselheiros independentes no conselho estão associadas a níveis mais elevados de divulgação voluntária.

Os autores argumentam que a presença de um mecanismo de governança externo, o ambiente regulamentar, aumenta a força da associação entre a proporção de conselheiros independentes e o nível de divulgação voluntário. A amostra utilizada no estudo é constituída por 115 empresas listadas na Bolsa de Valores de Singapura no final do ano 2000 e os dados foram coletados dos relatórios anuais destas empresas.

Os determinantes do *disclosure* foram investigados em Portugal por Lopes e Rodrigues (2007). Este artigo estuda os determinantes do nível de divulgação para as companhias listadas na Bolsa de Valores Portuguesa por meio de índice de divulgação baseado no *International Accounting Standards* (IAS) 32 e IAS 39 calculado para cada empresa.

A análise inclui variáveis que captam as características intrínsecas das empresas portuguesas sob contexto regulamentar e institucional, como a estrutura de capital e as características da estrutura de governança corporativa, no âmbito da teoria de contingência. Eles concluem que o grau de divulgação é significativamente relacionado ao tamanho, tipo de auditoria, *status* de listagem e setor econômico.

2.4.2 Estudos similares no Brasil

No Brasil, as pesquisas relacionadas ao nível de *disclosure* e atributos da governança corporativa concentram-se, especialmente, na USP – Universidade de São Paulo.

Lanzana (2004) investigou a relação entre *disclosure* e governança corporativa nas empresas brasileiras listadas. Esta dissertação investigou se haveria relação entre a variável dependente

disclosure e dois atributos da governança corporativa para o ano de 2002. A autora desenvolveu índice para a pesquisa, adaptado a partir de Botosan (1997), e testou a relação com cinco variáveis de governança relacionadas com a estrutura de propriedade – (CON) direitos de controle e (DIF) diferença entre direitos de controle e de fluxo de caixa – e com a estrutura do conselho de administração – número de membros, nível de independência e presença do presidente ocupando também cargo de presidente do conselho de administração.

A amostra consistiu em 161 empresas listadas no ano de 2002, sendo possível calcular o índice de *disclosure* para apenas 58. Segundo Lanzana (2004), a variável DIF apresentou significância e sinal positivo para os modelos testados (MQO e Tobit). Consoante Lanzana (2004, p. 107-108), o “[...] resultado aponta em direção à relação de substituição entre governança e *disclosure*, onde as empresas com pior governança (neste caso, maior o DIF) apresentam maior nível de *disclosure* afim de compensarem os investidores por sua estrutura”.

Outro resultado importante é relacionado ao nível de independência do conselho de administração. Segundo a autora os resultados indicam que empresas com maior número de membros externos ao conselho tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, resultando em efeito complementar entre governança e *disclosure*. Com relação à ocupação simultânea dos cargos de presidente da empresa e do conselho evidenciou que isso ocorre com menor intensidade em empresas que apresentam *disclosure*.

Mazer (2007) buscou explicar a relação entre nível de transparência e o custo do capital próprio para as empresas que compunham o índice Bovespa no ano de 2005. Segundo Mazer (2007) os resultados da pesquisa não permitiram afirmar a existência de uma relação entre custo do capital próprio nível de transparência. A autora mensurou a transparência a partir de um questionário contendo 14 questões respondidas a partir dos *websites* das companhias.

Outra pesquisa semelhante é de Alencar (2007). Esta tese investigou a relação entre custo do capital próprio e nível de *disclosure*. Nesta pesquisa a autora utilizou um índice de *disclosure* mais abrangente comparado ao trabalho de Mazer (2007), construído a partir de Botosan (1997). A autora evidenciou diferentemente dos resultados encontrados por Mazer (2007) relação negativa e significativa estatisticamente. A amostra é composta por 50 empresas, com dados coletados no período de 1998-2005.

Na mesma linha de pensamento Lima (2007) pesquisou a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo do capital de terceiros. O autor utilizou como amostra 23 companhias e dados coletados no período de 2000–2004, para a variável *disclosure*, e 2001–2005 para o custo do capital de terceiros. Segundo o autor os resultados indicaram relação significativa e negativa entre as variáveis estudadas, concluindo que quanto maior o nível de *disclosure* menor o custo do capital de terceiros.

Finalmente, Murcia (2009) analisou os fatores determinantes do nível de *disclosure* das companhias abertas brasileiras. A pesquisa buscou identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* a partir das demonstrações financeiras padronizadas de uma amostra de 100 maiores empresas abertas e não-financeiras com dados coletados dos anos de 2006, 2007 e 2008. O autor analisou simultaneamente o impacto da Deliberação CVM N. 566/08 e Instrução CVM N. 475/08 e os fatores determinantes do *disclosure* voluntário. Os resultados do estudo evidenciam significância para as variáveis setor de atuação e origem do controle acionário.

Segundo Murcia (2009) o setor de atuação ou a presença de órgão de regulação setorial parecem influenciar positivamente a divulgação voluntária de informações como também o fato de as empresas serem controladas pelo estado. Argumenta o autor que estes resultados podem ser uma característica do cenário nacional. O Quadro 1 apresenta resumo dos resultados os principais estudos sobre a Extensão do *Disclosure* Voluntário.

Autores	País	Tipo de Análise	Influencia Significativa	Não Significativa
Chow e Wong-Boren (1987)	México	Multivariada	Porte	Alavancagem Ativos Fixos
Cooke (1989)	Suécia	Univariada Multivariada	Status de Listagem Internacionalização Status de Listagem Internacionalização Porte	Numero de subsidiárias
Cooke (1992)	Japão	Multivariada	Tipo da Industria Porte Internacionalização	
Hossain, Tan e Adams (1994)	Malásia	Univariada	Porte Estrutura de propriedade Alavancagem	

Autores	País	Tipo de Análise	Influencia Significativa	Não Significativa
		Multivariada	Porte Estrutura de propriedade Internacionalização	Alavancagem <i>Asset in place</i>
Raffounier (1995)	Suíça	Univariada Multivariada	Porte Internacionalização Auditada por Big Six Tipo de Indústria Lucratividade Porte Internacionalização	
Meek, Roberts e Gray (1995)	Estados Unidos	Multivariada	Porte Origem do Capital Setor de Atuação <i>Status</i> de Listagem	Alavancagem Lucratividade
Botosan (1997)	Estados Unidos	Multivariada	Custo do Capital Próprio	
Chen e Jaggi (2000)	Hong Kong	Multivariada	Independência do Conselho	Controle Familiar
Ho e Wong (2001)	Hong Kong	Multivariada	Comitê de Auditoria Membros familiares no conselho	Independência do conselho Dualidade na presidência
Chau e Gray (2002)	Cingapura e Hong Kong	Multivariada	Relação Inversa entre extensão do <i>Disclosure</i> e controle familiar	
Gul e Leung (2004)	Hong Kong	Multivariada	Dualidade	
Lanzana (2004)	Brasil	Multivariada	Independência do Conselho de administração Dualidade	
Cheng e Courtenary (2006)	Singapura	Multivariada	Independência do conselho de administração	
Mazer (2007)	Brasil	Multivariada		Custo do Capital Próprio
Lopes e Rodrigues (2007)	Portugal	Multivariada	Porte Tipo de auditoria (big 5) <i>Status</i> de Listagem Setor Econômico	Estrutura de governança corporativa Estrutura de capital
Alencar (2007)	Brasil	Multivariada	Custo do Capital Próprio	
Lima (2007)	Brasil	Multivariada	Custo do Capital de Terceiros	
Murcia (2009)	Brasil	Multivariada	Setor de Atuação Origem do Controle	

Quadro 1 - Resultados de Estudos Anteriores sobre a Extensão do *Disclosure* Voluntário

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção apresenta a metodologia utilizada na pesquisa, organizada em: 3.1 tipologia do estudo; 3.2 teoria e hipóteses; 3.3 definição das variáveis e hipóteses da pesquisa; 3.4 população e amostra; 3.5 instrumentos de pesquisa e coleta de dados; 3.6 tratamento estatístico.

3.1 Tipologia do Estudo

Existem diferentes classificações adotadas pelos autores no campo da metodologia do trabalho científico. Entretanto, segundo Cooper e Schindler (2003, p. 128), “[...] nenhum sistema de classificação único define todas as variações que devem ser consideradas.” Adota-se para este estudo a classificação proposta pelos autores, explicitada no Quadro 1. A classificação deste estudo apresenta-se destacado em negrito.

Categoria	Opções
O nível de estrutura e objetivo do estudo	estudo exploratório estudo formal
O método de coleta dos dados	monitoramento interrogação/comunicação
A influência que o pesquisador exerce sobre as variáveis que estão sendo estudadas	experimental <i>ex post facto</i>
O objetivo do estudo	Descritivo Causal
A dimensão de tempo	Transversal Longitudinal
O escopo -amplitude e profundidade- do estudo	estudo de caso estudo estatístico
O ambiente de pesquisa	ambiente de campo pesquisa de laboratório simulação

Quadro 2 - Sistema de Classificação de pesquisa, segundo Cooper e Schindler (2003).
Fonte: Adaptado de Cooper e Schindler (2003, p. 129)

No que se refere ao nível estrutural e objetivo, o presente estudo caracteriza-se em formal, uma vez que neste há questão de pesquisa e hipóteses a serem testadas, enquanto que nos estudos exploratórios são feitas investigações iniciais para futuros pesquisas mais aprofundadas. Quanto ao método de coleta de dados, este estudo pode ser caracterizado como do tipo comunicação, uma vez que a obtenção dos dados foi realizada mediante fontes secundárias por meio eletrônico.

No quesito influência do pesquisador sobre as variáveis em estudo, segundo Cooper e Schindler (2003, p. 128), “Em um **experimento**, o pesquisador tenta controlar e/ou manipular as variáveis no estudo.[...] Com um **planejamento *ex post facto***, os investigadores não têm controle sobre as variáveis no sentido de poderem manipulá-las. Eles podem apenas relatar o que aconteceu ou está acontecendo.” Portanto, este estudo caracteriza-se como do tipo *ex post facto*.

No que tange aos objetivos do estudo este pode ser classificado como do tipo causal, já que o objetivo é analisar como as variáveis independentes relacionadas à estrutura de governança corporativa e à estrutura de propriedade explicam a variável dependente nível de *disclosure* voluntário.

Quanto à dimensão tempo trata-se de um estudo de corte transversal, período 2008, que representa o comportamento das práticas de *disclosure* voluntário das empresas integrantes da amostra a partir de uma determinada estrutura de governança corporativa e de propriedade. Nos estudos de corte transversal não é possível acompanhar ao longo do tempo o comportamento de tais variáveis. Nestes estudos, segundo Cooper e Schindler (2003, p. 129) os dados são coletados “[...] uma vez e representam um momento instantâneo de um determinado período de tempo”.

Com relação à amplitude e profundidade, este estudo caracteriza-se como do tipo estatístico, uma vez que estes são mais focados em amplitude do que profundidade. Argumentam Cooper e Schindler (2003), que nestes estudos é possível fazer inferências estatísticas para uma população a partir de uma amostra. Já nos estudos de casos o foco é a profundidade do estudo. Enfim, no que se refere às condições ambientais este estudo é desenvolvido em condições ambientais reais ou de campo, não se objetiva fazer simulações ou experimentos laboratoriais.

3.2 Teoria e Hipóteses da Pesquisa

Este estudo tem como embasamento a teoria do *disclosure* (DIAMOND, 1985; VERRECCHIA, 2001; DYE, 2001) governança corporativa sob a estrita perspectiva da teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA, 1980), separação entre propriedade e controle (FAMA; JENSEN, 1983) e como decorrência desta os conflitos de agência (DEMSETZ; LEHN, 1985; FAMA; JENSEN, 1998; JENSEN, 2001), com base nas definições teóricas de Verrecchia (1999), Healy e Palepu (2001) Eng e Mak (2003).

De acordo com Madalla (2003, p.16), hipóteses constituem-se em afirmações provisórias acerca de parâmetros da população da qual a amostra é retirada. Nesta mesma perspectiva Lakatos e Marconi (2007, p.128) definem hipótese como “[...] uma suposta, provável e provisória resposta a um problema cuja adequação (comprovação = sustentabilidade ou validade) será verificada através da pesquisa [...]”.

Definem-se abaixo as hipóteses deste estudo:

H1: Empresas com menor concentração de controle acionário possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com controle mais concentrado.

H2: Empresas com menor concentração dos direitos de fluxo de caixa possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior concentração.

H3: Empresas com menor proporção de propriedade em poder de *blockholder* possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior proporção.

H4: Empresas com controle estatal possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas controladas pelo setor privado.

H5: Empresas com maior conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor conselho.

H6: Empresas com presença de dualidade nos cargos de presidente do conselho de administração e presidente da empresa possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com ausência de dualidade.

H7: Empresas com maior nível de independência do conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor independência.

H8: Empresas maiores possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menores.

H9: Empresas mais lucrativas possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menos lucrativas.

H10: Empresas com maior alavancagem financeira possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor alavancagem.

H11: Empresas listadas internacionalmente possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as demais empresas.

H12: Empresas que possuem comitê de auditoria apresentam maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas que não possuem.

H13: Empresas auditadas pelas cinco maiores (“*Big Five*”) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas não auditadas.

H14: Empresas com maior proporção de propriedade detidas por órgão estatal possuem maior nível de *disclosure* que empresas com menor participação do estado na estrutura de propriedade.

H15: Empresas com presença de acordo de acionistas possuem menor nível de *disclosure* voluntário que empresas que não possuem.

Hipóteses	Nome	Descrição	Relação esperada
Hipótese 1	Direitos de controle	Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador.	Associação negativa com <i>disclosure</i>
Hipótese 2	Direitos de propriedade	Percentual de ações totais detidas pelo acionista controlador.	Associação negativa com <i>disclosure</i>
Hipótese 3	Propriedade em poder dos <i>blockholders</i>	É a proporção de ações ordinárias detidas pelos acionistas substanciais (ou seja, participação de 5% ou mais).	Associação negativa com <i>disclosure</i>
Hipótese 4	Identidade do Acionista Controlador	Variável que representa (controle estatal, privado nacional, privado estrangeiro)	Associação negativa com <i>disclosure</i>
Hipótese 5	Número de membros do conselho	Total de membros (conselheiros efetivos) no conselho de administração.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 6	Acúmulo de cargo pelo presidente da empresa	Variável binária que indica se o presidente da empresa também é presidente do conselho.	Associação negativa com <i>disclosure</i>
Hipótese 7	Independência do Conselho de administração	Proporção de membros independentes (externos) ao órgão.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 8	Porte da empresa	Logaritmo do ativo total.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 9	Retorno sobre o ativo	Razão entre Lucro Líquido e Ativo total.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 10	Alavancagem Financeira	Razão entre Exigível total e o ativo total.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 11	Internacionalização	Variável binária que assume valor 1 se a empresa emite ADR's.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 12	Comitê de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se houver presença de Comitê de Auditoria.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 13	Reputação da empresa de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se a empresa for auditada pelas 5 maiores.	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 14	Propriedade em poder de órgão estatal	Proporção de ações ordinárias detidas por órgão governamental	Associação positiva com <i>disclosure</i>
Hipótese 15	Presença de acordo entre acionistas	Variável binária que assume valor 1 se a empresa possuir acordo entre acionistas.	Associação negativa com <i>disclosure</i>

Quadro 3 - Hipóteses, variáveis/proxies e relações esperadas

3.3 Definição das Variáveis e formulação das hipóteses da pesquisa

Neste estudo foram utilizadas variáveis dependentes e independentes. Torna-se importante para a correta compreensão e análise do presente trabalho a definição precisa de tais variáveis.

Lakatos e Marconi (2007, p. 139), definem variável como “[...] uma classificação ou medida; uma quantidade que varia; um conceito operacional, que contém ou apresenta valores; aspecto, propriedade ou fator, discernível em um objeto de estudo e passível de mensuração.”

3.3.1 Nível de *Disclosure* voluntário (DSCORE)

Disclosure voluntário possui este atributo justamente por não derivar de exigência legal. Neste sentido, a construção de uma métrica para mensurar tal variável passa necessariamente pela análise e adaptação de instrumentos testados por outros pesquisadores. A variável nível de *disclosure* não é diretamente observável: é composta de uma parcela de informação objetiva e outra parcela de informação subjetiva. Diante da inexistência de um *ranking*, conforme ressalta Alencar (2007), há duas alternativas a percorrer: construir um indicador ou utilizar indicadores já testados em outras pesquisas.

Neste estudo, optou-se pela construção de um índice de *disclosure* voluntário adaptado a partir de Botosan (1997), Miller (2002), Hail (2002), Eng e Mak (2003), Lanzana (2004), Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) e Alencar (2007). O índice contém informações – básicas, informações financeiras e não financeiras, e informações acerca de projeções de fluxos de caixa – de natureza voluntária. O índice é composto por 32 questões organizadas em cinco dimensões, descritas no Quadro 5:

- Informações gerais sobre a empresa (9 perguntas) – informações sobre metas ou objetivos corporativos; ambiente em que atua; principais produtos e serviços e projeções para o futuro;
- Informações sobre empregados e administradores (5 perguntas) – informações acerca da quantidade de funcionários, remuneração e investimentos em treinamentos;
- Informações Estatísticas e não-financeiras (5 perguntas) – informações sobre preços de vendas, quantidades vendidas e crescimento das vendas;
- Informações sobre projeções (6 perguntas) – projeções acerca de fluxos de caixa; investimentos em pesquisa e desenvolvimento; vendas; lucros, salários;

- Análise das informações financeiras (7 perguntas) – análises e justificativas acerca de variações em indicadores: salários; receitas operacionais; custos dos produtos vendidos; lucro bruto.

O total de pontos obtidos por uma determinada empresa foi calculado atribuindo-se pesos às questões de acordo com o nível de interesse atribuído aos respectivos *stakeholders*; caso a informação seja de interesse do *stakeholder* foi atribuído valor 1 senão valor 0, conforme Tabela 1. Tal análise foi realizada em conformidade com o julgamento do pesquisador, sob a perspectiva qualitativa, adicionado à análise de dois especialistas da área.

Tabela 1 - Nível de interesse dos *stakeholders* às informações

Questão	Stakeholders					Nível de interesse
	Acionistas	Fornecedores	Clientes	Colaboradores	Credores	
Informações gerais sobre a empresa						
1. Existe informação sobre as metas ou objetivos corporativos?	1	1		1	1	4
2. As metas são descritas de forma detalhada (quantidades, valores, percentuais, prazos)	1	1		1	1	4
3. Existe informação sobre o ambiente empresarial (aspectos econômicos relacionados ao setor) em que a empresa atua?	1	1				2
4. Há uma descrição geral do negócio em que atua (em que atua, onde atua)	1	1				2
5. Há descrição no relatório dos principais produtos e serviços que a empresa comercializa?	1	1	1			3
6. Os principais produtos são descritos de forma quantitativa?	1	1				2
7. Há descrição no relatório dos principais mercados em que a empresa atua?	1	1			1	3
8. Os principais mercados em que a empresa atua são descritos de forma quantitativa?	1	1			1	3
9. Estrutura de governança corporativa e organizacional são mencionadas ?	1			1		2
Informações Relacionadas aos Empregados e Administradores						
10. Existe informação sobre o Número de empregados?	1			1		2
11. A remuneração média por empregados está informada?	1			1		2
12.Existe informação acerca da remuneração dos administradores?	1					1
13.Existem informações sobre gastos com treinamento e desenvolvimento gerencial?	1			1		2
14. Há outras informações a respeito dos funcionários (<i>turnover</i> , grau de satisfação, valor adicionado por empregado, produtividade) descritas de forma quantitativa?	1			1		2
Informações Estatísticas e não-financeiras						
15 Percentagem de vendas em produtos criados nos últimos cinco anos?	1					1

Questão	Stakeholders					Nível de interesse
	Acionistas	Fornecedores	Clientes	Colaboradores	Credores	
16. A participação da empresa no mercado foi informada (Fatia de Mercado)?	1	1			1	3
17. Existe informação sobre Unidades Vendidas por produto?	1	1				2
18. Existe informação sobre Preço de venda Unitário?	1		1			2
19. Existe informação sobre o crescimento das vendas em unidades ou série histórica que permitam o cálculo?	1	1			1	3
Projeções						
20. Existem informações sobre participação de Mercado projetadas?	1	1			1	3
21. Existem informações sobre fluxos de caixa projetados?	1	1			1	3
22. Informou investimentos em pesquisas ou desenvolvimento projetados?	1	1			1	3
23. Informou lucros projetados?	1	1		1	1	4
24. Existem informações sobre vendas projetadas?	1	1			1	3
25. Tendência nos preços das ações e o retorno total para o acionista é informado ?	1					1
Discussões e Análises Financeiras						
26. Existe discussão acerca de variação no volume de vendas?	1	1			1	3
27. Existe discussão acerca de variação nos lucros/prejuízos?	1	1		1	1	4
28. Existe discussão acerca de variação nos custos dos produtos vendidos?	1	1				2
29. Existe discussão acerca de variação nas despesas administrativas e comerciais?	1					1
30. Existe discussão acerca de variação nas despesas ou receitas financeiras?	1					1
31. Existe discussão acerca de variação com despesas de capital ou investimentos em pesquisa e desenvolvimento?	1					1
32. Evolução do lucro operacional ao longo dos últimos anos é divulgada?	1	1		1	1	4

(continuação da tabela 2)

3.3.2 Concentração dos direitos de controle (DCON)

H1: Empresas com menor concentração de controle acionário possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com controle mais concentrado.

Concentração de direitos de controle ou concentração de direitos de votos (DCON) representa a porcentagem de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. A teoria de agência afirma que em um ambiente de propriedade difusa, as empresas irão disponibilizar mais informação para reduzir custos de agência e assimetria de informação (LAIDROO, 2009). Em uma situação de propriedade mais concentrada, o impacto sobre a divulgação voluntária é mais complicada e o argumento pode ser feito em qualquer direção. Jensen e Meckling (1976) indicam que, desde que os gerentes persigam seu próprio interesse, a maior participação dos gestores na propriedade implicaria uma maior partilha da perda, e finalmente, uma menor possibilidade de que os gestores reduziram o valor corporativo.

Neste sentido, a participação dos administradores na propriedade constitui um importante instrumento para o monitoramento da gestão, pois ele tende a restringir os incentivos gerenciais para desviar recursos que podem vir a comprometer a realização da maximização do valor acionista (JENSEN; MECKLING, 1976). Além disso, esta participação na propriedade pode alinhar os interesses dos membros da gestão aos interesses dos acionistas.

Em contraste com a hipótese de convergência de interesses, a hipótese de entrincheiramento de gestão sugere que, sob alta concentração da propriedade, os conflitos de interesses não estão entre os gestores e os acionistas, mas entre grandes e pequenos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Quando o controle acionário é alto o suficiente para garantir a sua posição, estes gestores têm o incentivo para agir contra os interesses de outros acionistas menores devido ao seu forte poder de voto para nomear alguém que espera ser presidente, diretores ou presidente do conselho de administração (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

3.3.3 Concentração dos direitos de fluxo de caixa (DPROP)

H2: Empresas com menor concentração dos direitos de fluxo de caixa possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior concentração.

Concentração de direitos de propriedade ou concentração de direitos de fluxo de caixa (DPROP): representa a porcentagem entre o total de ações preferenciais e ordinárias detidas pelo controlador e o total das ações ordinárias e preferenciais da empresa. A estrutura de propriedade determina o nível de controle e, assim, o nível de divulgação (RAFFOURNIER, 1995; ENG e MAK, 2003). De outra forma, a porcentagem de propriedade em poder dos gestores pode também influenciar os níveis de *disclosure* (ENG; MAK, 2003), uma vez que divulgando mais informações os gestores minimizam os custos de agência de monitoramento. Em um extremo, alto nível de concentração de capital pode ser acompanhado por considerável envolvimento do proprietário na gestão da empresa, que, por sua vez, pode levar a acesso irrestrito à informação. Nestas circunstâncias, a procura de informação seria muito baixa, ou mesmo ausentes, especialmente se o gerente possui partes de toda a empresa.

3.3.4 Proporção de propriedade em poder dos blockholder (OWNBLOCK)

H3: Empresas com menor proporção de propriedade em poder de *blockholder* possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior proporção.

Outra variável a ser investigada neste estudo é proporção de propriedade em poder dos *blockholder*. É a proporção de ações ordinárias detidas pelos acionistas substanciais (ou seja, participação de 5% ou mais). Espera-se que a divulgação voluntária seja negativamente associada com a propriedade *blockholder* (ENG; MAK, 2003).

3.3.5 Identidade do acionista controlador (ID)

H4: Empresas com controle estatal possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas controladas pelo setor privado.

Variável inserida no estudo com objetivo de verificar se a origem do controle exerce alguma influência sobre o nível de *disclosure* voluntário. Variável definida a partir do estudo de Lanzana (2002) que assume os seguintes valores:

- Controle Estatal: quando o controle é exercido por entidades federativas (União, Estados ou Municípios);
- Controle Privado Nacional: quando o controle é exercido por investidos ou grupo de investidores de origem nacional;

- Controle Privado Estrangeiro: quando o controle é exercido por investidor ou grupo de investidores de nacionalidade estrangeira.

3.3.6 Tamanho do conselho de administração (NMEMBROS)

H5: Empresas com maior conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor conselho.

Tamanho do conselho: é representada pelo total de membros do conselho de administração (*NMEMBROS*). Variável definida com base no estudo de Bassett, Koh e Tutticci (2007). Segundo Bhagat e Bolton (2008) há uma vertente da literatura relacionada à governança das corporações que considera as características do conselho de administração como importante determinante da governança: independência do conselho (HERMALIN; WEISBACH, 1998, 2003; BHAGAT BLACK, 2002), propriedade de ações por membros do conselho— *stock ownership* —(BHAGAT; CAREY; ELSON, 1999), e se os cargos de presidente e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa (BRICKLEY; COLES; JARRELL, 2000).

O conselho de administração é o principal fator de sucesso de um sistema de controle interno e, mais do que isso, ele define as regras do jogo para o CEO e tem responsabilidade final sobre o funcionamento da organização (JENSEN, 1993, p. 34). A eficácia de um conselho de administração é determinada pela sua composição: independência e tamanho (CHENG e COURTENAY, 2006). Na avaliação de Jensen (1993) e Lipton e Lorsch (1992), conselhos com mais de sete ou oito membros são menos eficientes do que conselhos menores.

3.3.7 Acúmulo de cargo pelo CEO (DUALIDADE)

H6: Empresas com presença de dualidade nos cargos de presidente do conselho de administração e presidente da empresa possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com ausência de dualidade.

Acumulação de cargo é a situação na qual o presidente da empresa ocupa também o cargo de presidente do conselho de administração— é representada por uma variável binária, na qual:

DUAL = 1, se o executivo principal ocupar também o cargo de presidente do conselho de administração.

$DUAL = 0$, se o cargo de presidente do conselho não for ocupado pelo executivo principal.

3.3.8 Nível de independência do conselho de administração (INDEP)

H7: Empresas com maior nível de independência do conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor independência.

Nível de independência do conselho de administração: *proxy* (proporção de externos menos proporção de internos). Esta variável é definida com base no estudo de Bhagat e Black (2002), Eng e Mak (2003), Silveira, Barros e Fama (2003). Apesar de outros estudos, por exemplo Lanzana (2004), considerarem apenas o total de externos em relação ao total de membros, utiliza-se a expressão (1) por ser relativizada à proporção de membros internos.

$$INDEP = \left(\frac{EXT}{NMEMBROS} \right) - \left(\frac{INT}{NMEMBROS} \right), \quad (1)$$

Em que:

EXT = Número de membros do conselho que não exercem função de executivos.

INT = Total de membros internos, ou seja, desempenham atividades executivas na organização.

$NMEMBROS$ = Total de membros do conselho de administração.

3.3.9 Porte da empresa (PORTE)

H8: Empresas maiores possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menores.

A variável porte é incluída para controlar as diferenças no tamanho das empresas. Estudos anteriores documentam que o nível de *disclosure* está diretamente relacionado com tamanho (VERRECCHIA, 2001; NADAR; NANDA; WYSOCKI, 2003). É esperada uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de *disclosure* (ENG; MAK, 2003).

Neste estudo, tamanho da empresa é definido como logaritmo do ativo total (HO; WONG, 2001), ao final de cada exercício social. Vários estudos indicam que maiores empresas tendem a possuir melhor práticas de *disclosure* (ENG; MAK, 2003).

3.3.10 Desempenho (ROA)

H9: Empresas mais lucrativas possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menos lucrativas.

As empresas mais lucrativas e bem geridas têm incentivos para se distinguir das empresas menos rentáveis a fim de levantar capital nas melhores condições disponíveis (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). Uma maneira de fazer isso é através da divulgação de informações voluntárias (FOSTER, 1986). Assim, é esperado que as empresas mais lucrativas promovam maior divulgação voluntária de informações contábeis.

A variável de desempenho ou lucratividade utilizada neste trabalho é o retorno sobre o ativo sendo mensurada pela razão entre lucro líquido e ativo total.

3.3.11 Alavancagem (ALAV)

H10: Empresas com maior alavancagem financeira possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor alavancagem.

Alavancagem é definida como a razão entre as dívidas financeiras totais e passivo total das empresas (HO; WONG, 2001), ambos os dados em valores nominais ao final de cada exercício financeiro, obtidos a partir do banco de dados Economática. Variável definida a partir dos estudos de Meek, Roberts e Gray (1995) Eng e Mak (2003); Bhagat e Bolton (2008).

3.3.12 Internacionalização (ADR)

H11: Empresas listadas internacionalmente possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as demais empresas.

As empresas cujas ações são listadas internacionalmente enfrentam pressões adicionais do mercado de capitais para a divulgação de informações, em comparação com empresas cujas ações são listadas apenas internamente (MEEK, ROBERTS; GRAY, 1995; LOPES; RODRIGUES, 2007). Variável binária indicando se a empresa emitiu ADR – *American deposits receipts* no período pesquisado.

3.3.13 Existência de comitê de auditoria (AUDIT)

H12: Empresas que possuem comitê de auditoria apresentam maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas que não possuem.

As funções de um comitê de auditoria incluem assegurar a qualidade da contabilidade financeira e o sistema de controle. Desde que uma comissão de auditoria seja composta principalmente por administradores não executivos, ela tem influência para reduzir a quantidade de informação retida (HO; WONG, 2001). Forker (1992, *apud* HO e WONG, 2001) argumenta que a existência de comitês de auditoria pode melhorar o controle interno e, assim, funcionar como um dispositivo de controle eficaz para melhorar a qualidade de informação. Outros estudos (GUL; LEUNG, 2004) evidenciaram relação entre nível de *disclosure* com a presença de comitês de auditoria.

3.3.14 Reputação da empresa de auditoria (BIG5)

H13: Empresas auditadas pelas cinco maiores (“*Big Five*”) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas não auditadas.

Tipo de Auditor é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria. Neste estudo, considera-se como cinco maiores empresas de auditoria: Arthur Andersen, Pricewaterhouse-Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young e KPMG (ENG; MAK, 2003; LOPES; RODRIGUES, 2007). É esperada uma relação positiva entre nível de *disclosure* e tipo de auditoria.

3.3.15 Proporção de propriedade detidas por órgão Estatal (OWNGOV)

H14: Empresas com maior proporção de propriedade detidas por órgão estatal possuem maior nível de *disclosure* que empresas com menor participação do estado na estrutura de propriedade.

Proporção de propriedade estatal representa a possível influencia do setor regulatório governamental sobre as políticas de *disclosure* das organizações. Variável definida a partir do estudo de Eng e Mak (2003). Estes autores (*idem, ibidem*) argumentam que a presença de propriedade estatal aumenta os conflitos de agência e *moral hazard*, sendo o *disclosure* uma

forma de mitigar tais problemas. Assim, maior proporção de propriedade detida por órgãos estatais estariam associadas a maior divulgação voluntária de informações.

3.3.16 Acordo de acionista (ACORDO)

H15: Empresas com presença de acordo de acionistas possuem menor nível de *disclosure* voluntário que empresas que não possuem.

Acordo de acionistas representa um contrato que regula direitos de voto em conjunto (CARVALHAL DA SILVA, 2002). Esta variável representa outra forma de concentração de direitos de controle. Não foram encontrados outros estudos que tivessem testado essa hipótese, todavia, segundo Eng e Mak (2003) é esperado que a divulgação voluntária seja negativamente associada com a presença os blocos controladores.

3.3.17 Resumo das Variáveis em Estudo

As variáveis utilizadas no estudo estão resumidas no Quadro 2:

Tipo de Variável	Sigla	Nome	Descrição
Variável Dependente	DSCORE	Nível de <i>Disclosure</i>	Item composto por 30 questões relacionadas ao relatório anual das empresas.
Variável Independente	DCON	Direitos de Controle	Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador.
Variável Independente	DPROP	Direitos de Propriedade	Percentual de ações totais detidas pelo acionista controlador.
Variável Independente	IDCONTROL	Identidade do Acionista Controlador	Variável que assume valores (1=controle estatal, 2=privado nacional, 3=privado estrangeiro)
Variável Independente	OWNBLOCK	Propriedade em poder dos <i>blockholders</i>	É a proporção de ações ordinárias detidas pelos acionistas substanciais (ou seja, participação de 5% ou mais).
Variável Independente	INDEP	Nível de Independência do Conselho de administração	Proporção de membros independentes (externos) ao órgão.
Variável Independente	OWNGOV	Propriedade em poder de órgão estatal	Proporção de ações ordinárias detidas por órgão governamental
Variável Independente	NMEMBROS	Número de membros do conselho	Total de membros (conselheiros efetivos) no conselho de administração.
Variável	DUAL	Acúmulo de cargo pelo	Variável binária que indica se o

Tipo de Variável	Sigla	Nome	Descrição
Independente		presidente da empresa	presidente da empresa também é presidente do conselho.
Variável Independente	EXT	Número de membros externos	Número de membros do conselho que não exercem funções executivas na organização.
Variável Independente	INT	Número de membros internos	Número de membros do conselho que exercem funções executivas na organização.
Variável Independente	PORTE	Tamanho da empresa	Logaritmo do ativo total.
Variável Independente	ALAV	Alavancagem Financeira	Logaritmo da razão entre Exigível total e o ativo total.
Variável Independente	ROA	Retorno sobre o ativo	Razão entre Lucro Líquido e Ativo total.
Variável Independente	ADR	Internacionalização	Variável binária que assume valor 1 se a empresa emite ADR's.
Variável Independente	AUDIT	Comitê de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se houver presença de Comitê de Auditoria no relatório anual.
Variável Independente	BIG5	Reputação da empresa de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se a empresa for auditada pelas 5 maiores.
Variável Independente	ACORDO	Acordo de acionistas	Variável binária que assume valor 1 se houver acordo de acionistas.

Quadro 4 - Resumo das variáveis em estudo

(continuação do quadro anterior)

3.4 População e Amostra

Segundo Martins (2006, p. 185), população é o “[...] conjunto de indivíduos ou objetos que apresentam em comum determinadas características definidas para o estudo. Amostra é um subconjunto da população”. A população objeto deste estudo foram as 544 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA. A determinação da amostra mínima para populações finitas foi obtida a partir da expressão (2) proposta em Stevenson (1978, p. 213).

$$n = \frac{Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right] (N)}{(N - 1)e^2 + Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right]}, \quad (2)$$

Em que:

Z = abscissa da distribuição normal padrão, fixado um nível de $(1 - \alpha)$ % de confiança;

$\left(\frac{x}{n}\right)$ = proporção populacional, que segundo Stevenson (1978, p. 211) sob condições de completa incerteza pode-se admitir $x/n = 0,50$;

N = tamanho da população;

e = erro tolerável;

n = tamanho da amostra aleatória simples

Desta forma, procedendo-se aos cálculos e admitindo-se estimar a verdadeira percentagem populacional a menos de 5%, usando-se um nível de confiança de 95% obtêm-se a amostra mínima a ser estudada:

$$n = \frac{1,96^2(0,50)[1 - 0,50](544)}{(544 - 1)0,05^2 + 1,96^2(0,50)[1 - (0,50)]} = 225$$

Aplicando-se a expressão é encontrado $n = 225$, por esta metodologia foram necessárias informações de 225 empresas. A obtenção da amostra por meio do processo de amostragem aleatório simples ocorreu por meio da elaboração de uma lista seguida de sorteio. A amostra é bastante representativa e heterogênea uma vez que contém empresas de diferentes setores. O Quadro 5 apresenta a classificação setorial do quantitativo amostral do estudo conforme classificação do sistema Económica.

Setor	Número de empresas	Setor	Número de empresas
Agro e Pesca	4	Papel e Celulose	4
Alimentos e Bebidas	16	Petróleo e Gás	3
Comércio	11	Química	11
Construção	20	Siderurgia & Metalurgia	15
Eletroeletrônicos	4	Software e Dados	3
Energia Elétrica	36	Telecomunicações	6
Máquinas Industriais	4	Têxtil	20
Mineração	3	Transporte Serviços	11
Minerais não Metálicos	2	Veículos e peças	9
Outros	43		

Quadro 5 - Classificação setorial consoante Económica

Uma vez determinada a amostra objeto de estudo, o próximo passo consistiu em definir o período do estudo. Optou-se por analisar os dados das empresas referentes ao exercício de 2008. Utilizou-se este período tendo em vista que no primeiro semestre do Ano de 2010, período de coleta dos dados, somente haviam dados disponíveis e publicados anteriores ao exercício de 2009. A amostra final contém 225 empresas, que representam 41% do número de empresas listadas no início do exercício 2010. No Quadro 4 são apresentadas as fontes das informações utilizadas no presente estudo.

Sistema de informações	Tipo de dado coletado
Infoinvest acessível a partir do website www.infoinvest.com.br	<ul style="list-style-type: none"> - Número de membros do conselho - Número de executivos do conselho - Número de não-executivos no conselho - Ocupante do cargo de presidente do conselho e diretor executivo - Presença de acordo de acionistas - Quantidade de ações do acionista controlador - Quantidade de ações dos participantes do acordo de acionistas - Identidade do acionista controlador - Empresa de auditoria
Economática, Infoinvest	- Dados contábeis das companhias – Balanço patrimonial e demonstração de resultados
Website das companhias, relatórios anuais	- Dados para a construção do índice de <i>disclosure</i>

Quadro 6 - Fonte dos dados utilizados no estudo

3.5 Instrumentos de Pesquisa e Coleta de dados

Nesta parte é apresentada a técnica de análise de conteúdo para construção de métrica do *disclosure* voluntário.

Os pesquisadores da área contábil têm cada vez mais focado seus esforços em investigar as práticas de divulgação, em particular os determinantes da divulgação e as conseqüências no mercado de capitais (BEATTIE; MCINNES; FEARNLEY, 2004). Todavia, uma das principais limitações nos estudos sobre a divulgação voluntária é a dificuldade em medir a extensão da divulgação voluntária (HEALY; PALEPU, 2001).

Duas formas principais de medição de divulgação têm sido empregadas. A primeira abordagem tem sido a utilização de *rankings* de analistas acerca da qualidade de informação. Embora essa abordagem não seja isenta de problemas conceituais, um problema real e prático para os pesquisadores é que no Brasil, por exemplo, não há um *ranking* e em outros países eles foram descontinuados; AIMR – *Association of Investment Management and Research* nos EUA interromperam seus *rankings* em 1997.

A segunda abordagem, que tem uma longa história, tem sido a utilização de índices de divulgação construídos pelo pesquisador em que a quantidade de publicidade é utilizada como uma *proxy* para a qualidade da divulgação (BOTOSAN, 1997; LANG; LUNDHOLM, 2000). Dadas as limitações e fraquezas destas duas abordagens, há claramente uma necessidade premente de esforço do pesquisador a ser dedicado ao desenvolvimento de novas formas de documentar as práticas de divulgação, identificando dimensões da qualidade de divulgação e exploração de possíveis substitutos de métricas.

Neste sentido, a construção do índice de *disclosure* voluntário é baseada em princípios gerais de análise de conteúdo – um método bem estabelecido nas ciências sociais. A análise de conteúdo envolve a classificação de unidades de texto em categorias. Para inferências válidas, é importante que o procedimento de classificação seja confiável (isto é, código de pessoas diferentes, texto da mesma forma) e válida (ou seja, as variáveis geradas a partir do procedimento de classificação devem representar o que o investigador pretendia que representassem) (BEATTIE; MCINNES; FEARNLEY, 2004).

Tendo em vista o índice de *disclosure* não ser uma variável diretamente observável, optou-se por construir, mediante revisão da literatura, questionário contendo questões objetivas e binárias para que se possa fazer análise qualitativa das demonstrações das companhias integrantes da amostra. No Quadro 5 são apresentadas as questões que compõem o índice de governança corporativa.

Dimensão de <i>Disclosure</i>	Perguntas para construção do Índice de <i>Disclosure</i>	Sim	Não
Informações gerais sobre a empresa			
	1. Existe informação sobre as metas ou objetivos corporativos?		
	2. As metas são descritas de forma detalhada (quantidades, valores,		

Dimensão de Disclosure	Perguntas para construção do Índice de Disclosure	Sim	Não
	percentuais, prazos)		
	3. Existe informação sobre o ambiente empresarial (aspectos econômicos relacionados ao setor) em que a empresa atua?		
	4. Há uma descrição geral do negócio em que atua (em que atua, onde atua)		
	5. Há descrição no relatório dos principais produtos e serviços que a empresa comercializa?		
	6. Os principais produtos são descritos de forma quantitativa?		
	7. Há descrição no relatório dos principais mercados em que a empresa atua?		
	8. Os principais mercados em que a empresa atua são descritos de forma quantitativa?		
	9. Estrutura de governança corporativa ou organizacional são mencionadas ?		
Informações Relacionadas aos Empregados e Administradores			
	10. Existe informação sobre o Número de empregados?		
	11. A remuneração média por empregados está informada?		
	12.Existe informação acerca da remuneração dos administradores?		
	13.Existem informações sobre gastos com treinamento e desenvolvimento gerencial?		
	14. Há outras informações a respeito dos funcionários (<i>turnover</i> , grau de satisfação, valor adicionado por empregado, produtividade) descritas de forma quantitativa?		
Informações Estatísticas e não-financeiras			
	15. Percentagem de vendas em produtos criados nos últimos cinco anos?		
	16. A participação da empresa no mercado foi informada (Fatia de Mercado)?		
	17. Existe informação sobre Unidades Vendidas por produto?		
	18. Existe informação sobre Preço de venda Unitário?		
	19.Existe informação sobre o crescimento das vendas em unidades ou série histórica que permitam o cálculo?		
Projeções			
	20.Existem informações sobre participação de Mercado projetada?		
	21. Existem informações sobre fluxos de caixa projetados?		
	22. Informou investimentos em pesquisas ou desenvolvimento projetados?		

Dimensão de Disclosure	Perguntas para construção do Índice de Disclosure	Sim	Não
	23. Informou lucros projetados?		
	24. Existem informações sobre vendas projetadas?		
	25. Tendência nos preços das ações e o retorno total para o acionista é informado ?		
Discussões e Análises Financeiras			
	26. Existe discussão acerca de variação no volume de vendas?		
	27. Existe discussão acerca de variação nos lucros/prejuízos?		
	28. Existe discussão acerca de variação nos custos dos produtos vendidos?		
	29. Existe discussão acerca de variação nas despesas administrativas e comerciais?		
	30. Existe discussão acerca de variação nas despesas ou receitas financeiras?		
	31. Existe discussão acerca de variação com despesas de capital ou investimentos em pesquisa e desenvolvimento?		
	32. Apresentou a Evolução do lucro operacional ao longo dos últimos anos é divulgada?		

Quadro 7 - Listagem das perguntas para construção do índice (continuação do quadro anterior)

3.6 Tratamento Estatístico

Este estudo é do tipo quantitativo com base em procedimentos estatísticos, a partir dos quais se pretende fazer inferências à população a partir de uma amostra. No presente foi utilizada a técnica de análise de regressão múltipla tendo por objetivo investigar a relação linear entre o nível de *disclosure* e as demais variáveis explicativas. O modelo utilizado na pesquisa para testar a relação pode ser expresso conforme equação (3):

$$\begin{aligned}
 DSCORE = & \beta_0 + \beta_1 DCON + \beta_2 DPROP + \beta_3 OWNBLOCK \\
 & + \beta_4 IDCONTROL + \beta_5 NMEMBROS + \beta_6 DUAL \\
 & + \beta_7 INDEP + \beta_8 PORTE + \beta_9 ROA + \beta_{10} ALAV + \beta_{11} ADR \\
 & + \beta_{12} AUDIT + \beta_{13} BIG5 + \beta_{14} OWNGOV + ACORDO \\
 & + \varepsilon,
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Em que,

DSCORE = nível de *disclosure*;

DCON = proporção de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador;

DPROP = percentual total de ações detidas pelo acionista controlador;

OWNBLOCK = somatória do percentual de ações detidas pelo acionistas com 5% ou mais;

IDCONTROL = identidade do acionista controlador;

NMEMBROS = número de membros do conselho de administração;

DUAL = acúmulo de cargo na presidência do conselho e da empresa;

INDEP = proporção de membros externos no conselho de administração;

PORTE = logaritmo do ativo total;

ROA = retorno sobre o ativo;

ALAV = nível de endividamento medido pela razão entre exigível total e ativo total;

ADR = *dummy* que indica se a presença da empresa em outros mercados mediante emissão de *American Depositary Receipts*;

AUDIT = *dummy* que indica a presença de comitê de auditoria;

BIG5 = *dummy* que indica se a empresa é auditada pelas cinco maiores empresas de auditoria;

OWNGOV = proporção de ações ordinárias de propriedade do governo;

ACORDO = *dummy* que indica a presença de acordo de acionista;

ε = termo de erro.

3.6.1 Modelo de regressão linear múltipla (MRLM)

A análise de regressão linear múltipla se ocupa do estudo da relação de dependência de uma variável, a dependente, em relação a uma ou várias variáveis, as explicativas, com objetivo de estimar ou prever o valor médio populacional (GUJARATI, 2006). Segundo Hair Jr *et al.* (2005, p.144) “A análise de regressão múltipla, uma forma de modelagem linear geral, é uma técnica estatística multivariada usada para examinar a relação entre uma única variável dependente e um conjunto de variáveis independentes”. Ainda, segundo os autores, a regressão múltipla é o método apropriado quando se deseja avaliar objetivamente o grau e o caráter da relação entre variáveis dependentes e independentes.

Os dados disponíveis para análise empírica podem ser de três tipos: dados de séries temporais, dados em cortes transversais e dados combinados. Os dados de **séries temporais** (ou do tipo *time-series*) ocorrem quando há um conjunto de observações dos valores de uma variável em

diferentes momentos do tempo. Dados em **corte transversal** (ou do tipo *cross-section*) são aqueles em que as observações dos valores de uma ou mais variáveis são coletados no mesmo ponto do tempo. Nos dados **combinados** (ou do tipo *pooled*) há observações dos valores tanto de série temporal como de corte transversal (GUJARATI, 2006, p.19-21).

Considerando k variáveis independentes (regressoras), o modelo de regressão linear múltipla é expresso por $y = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_kx_k + \varepsilon$, e é chamado de *modelo de primeira ordem* por ser linear nos parâmetros e nas regressoras. Os parâmetros b_k são usualmente denominados *coeficientes de regressões parciais*. Em geral a resposta de y é associada a k regressores x_1, \dots, x_k e sendo assim tem-se que:

$$y = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_kx_k + \varepsilon$$

$$y = b_0 + \sum_{j=1}^k b_jx_j + \varepsilon$$

Considerando uma amostra de tamanho n , em que para valores pré-fixados X têm-se observações independentes de Y ; a representação matricial do modelo de regressão linear segundo Neter *et al.*, (1996, p. 225-229) é dada por:

$$Y_{n \times 1} = X_{n \times p} \beta_{p \times 1} + \varepsilon_{n \times 1}$$

$$\text{Em que: } Y = \begin{bmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_n \end{bmatrix} \quad X = \begin{bmatrix} 1 & X_{11} & X_{12} & \dots & X_{1,p-1} \\ 1 & X_{21} & X_{22} & \dots & X_{2,p-1} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 1 & X_{n1} & X_{n2} & \dots & X_{n,p-1} \end{bmatrix} \quad \beta = \begin{bmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_{p-1} \end{bmatrix} \quad \varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

Com $p-1$ número de regressoras e p número de parâmetros, Y o vetor associado à resposta, X uma matriz de constantes, β o vetor de p parâmetros desconhecidos e ε vetor contendo os erros aleatórios tal que $\varepsilon \sim \text{Normal}$ com $E(\varepsilon)=0$, com $\text{var}(\varepsilon_i)=\sigma^2$ (constante) e $E(\varepsilon_i\varepsilon_j)=0, i \neq j$ matriz de variância-covariância: Assim, o conjunto de hipóteses de regressão múltipla fica:

- I. $E(\varepsilon)=0$ (erros com média zero);
- II. Erros normalmente distribuídos;
- III. $\text{var}(\varepsilon_i)=\sigma^2$ (variância constante);

IV. $E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0, i \neq j$ (erros não autocorrelacionados)

Em notação matricial, as hipóteses III e IV podem ser expressas conforme equação 4. Na diagonal principal da matriz de variância e covariância dos erros contém as variâncias dos erros e os demais elementos são as covariâncias entre os erros. Assim, o termo $\sigma^2 \mathbf{I}$ atende às hipóteses III e IV, já que na matriz identidade os elementos da diagonal principal valem 1 e os demais valem zero.

$$\text{var}(\varepsilon) = \sigma^2 \mathbf{I}$$

$$\sigma_{n \times n}^2\{\varepsilon\} = \begin{bmatrix} \sigma^2 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \sigma^2 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & \sigma^2 \end{bmatrix} = \sigma^2 \mathbf{I}, \quad (4)$$

A estimação dos parâmetros por mínimos quadrados ordinários é obtida pela minimização da soma dos quadrados dos erros, isto é, minimizar:

$$SQErros = \sum_{i=1}^n \varepsilon^2 = \varepsilon_1^2 + \varepsilon_2^2 + \dots + \varepsilon_n^2 = \begin{bmatrix} \varepsilon_1^2 \\ \varepsilon_2^2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n^2 \end{bmatrix} = \varepsilon' \varepsilon$$

Assim, A soma dos quadrados dos erros em notação matricial, é dada pela forma quadrática, que é feita através da multiplicação da matriz pela sua transposta. Como $\mathbf{Y} = \mathbf{X}\boldsymbol{\beta} + \boldsymbol{\varepsilon}$, conseqüentemente $\boldsymbol{\varepsilon} = \mathbf{Y} - \mathbf{X}\boldsymbol{\beta}$, e desse modo:

$$\begin{aligned} \varepsilon' \varepsilon &= (\mathbf{Y} - \mathbf{X}\boldsymbol{\beta})'(\mathbf{Y} - \mathbf{X}\boldsymbol{\beta}) \\ \varepsilon' \varepsilon &= \mathbf{Y}'\mathbf{Y} - \mathbf{Y}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta} - \mathbf{X}'\boldsymbol{\beta}'\mathbf{Y} - \mathbf{X}'\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta} \\ \varepsilon' \varepsilon &= \mathbf{Y}'\mathbf{Y} - 2\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X}'\mathbf{Y} + \mathbf{X}'\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta} \end{aligned}$$

Considerando que $\mathbf{Y}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta}$ é um escalar, assim como $\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X}'\mathbf{Y} = (\mathbf{Y}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta})'$ também. Dessa forma, $\mathbf{Y}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{X}'\mathbf{Y}$. Derivando-se então SQErros em relação a $\boldsymbol{\beta}$, obtém-se:

$$\begin{aligned} \frac{\partial SQerros}{\partial \boldsymbol{\beta}} &= -2\mathbf{X}'\mathbf{Y} + 2\mathbf{X}'\mathbf{X}\boldsymbol{\beta} \\ -2\mathbf{X}'\mathbf{Y} + 2\mathbf{X}'\mathbf{X}\hat{\boldsymbol{\beta}} &= 0 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
2X'X\hat{\beta} &= 2X'Y \\
(X'X)^{-1}X'X\hat{\beta} &= (X'X)^{-1}X'Y \\
\hat{\beta} &= (X'X)^{-1}X'Y
\end{aligned}$$

Desta forma, o valor de cada um dos parâmetros é calculado pela equação descrita acima. Ademais para se analisar o ajustamento do modelo é preciso calcular o coeficiente de determinação múltiplo e a estatística F , que segundo Johnson e Wichern (2002, p.361), podem ser obtidos pelas seguintes equações:

$$\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2 = \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2 + \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2$$

A **soma total de quadrados** (STQ) é a soma dos quadrados dos desvios dos valores de y_i em relação a média de \bar{y} . Em seguida é obtida a **soma dos quadrados da regressão** (SQREG) que é a diferença entre o valor de \hat{y} predito e a média de \bar{y} . Em fim, a **soma dos quadrados dos erros** (SQE) é a diferença entre o valor efetivo y e o valor ajustado dado pela reta de regressão. Assim o coeficiente de determinação múltiplo, denotado por \mathbf{R}^2 é dado por:

$$R^2 = 1 - \left(\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 / \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2 \right) = \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2 / \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2 \quad (0 \leq \mathbf{R}^2 \leq 1)$$

Este coeficiente de determinação múltipla mede o nível de ajustamento da equação de regressão aos dados amostrais. Um ajuste muito bom resulta em \mathbf{R}^2 próximo de 1, e um ajuste ruim resulta em um \mathbf{R}^2 próximo de 0.

O teste F , testa a existência de regressão linear entre a variável resposta Y e o conjunto das variáveis explicativas X_1, X_2, \dots, X_K ; sob a hipótese nula de que todos os verdadeiros valores dos coeficientes de todas as $p-1$ variáveis independentes sejam zero, a estatística F é obtida com a seguinte equação:

$$F = \left(\sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2 / p - 1 \right) / \left(\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 / n - p \right)$$

Em que:

$p - 1$ = número de variáveis;

$n - p$ = número de graus de liberdade.

3.6.2 Análise de Correspondência

Segundo Johnson e Wichern (2002, p.709) análise de correspondência (Anacor) “[...] é um procedimento gráfico, desenvolvidos pelos franceses, para representação de associações de uma tabela de contingências ou contagens”. Greenacre e Hastie (1987) ressaltam que as primeiras considerações algébricas a respeito de Anacor foram feitas há mais de 50 anos por Hirschfeld (1935).

Desde então, o mesmo procedimento algébrico e numérico foi redescoberto em diferentes contextos, notadamente em ecologia psicologia. O método foi redescoberto na França no início dos anos 1960 e tem sido amplamente utilizado no país como um método de análise de dados gráficos (GREENACRE; HASTIE, 1987).

Segundo os mesmos autores (*Idem, Ibidem*) a análise de correspondência é uma técnica exploratória multivariada que converte uma matriz de dados não negativos em um tipo particular de representação gráfica na qual as linhas e colunas da matriz são simultaneamente retratadas por pontos no gráfico bidimensional.

Anacor pode ser considerada um caso especial da análise de componentes principais, mas adaptada a tratamento de dados categóricos organizados em tabelas de contingência em vez de dados contínuos. A forma mais simples de Anacor é uma tabela de dupla entrada que é denominada análise de correspondência simples (GREENACRE; HASTIE; 1987).

A análise de correspondência é uma técnica que exhibe a associação entre variáveis nominais em um mapa perceptual, permitindo assim, um exame visual de padrões ou estrutura nos dados. Esta técnica recorre ao teste Qui-Quadrado (χ^2) para examinar as relações de dependência ou independência das variáveis nominais, quando há relação de dependência entre as variáveis é possível formar tipologias ou grupos homogêneos com base em semelhança entre as categorias das variáveis (PESTANA; GAGEIRO, 2008).

Conforme descrevem Hair Jr *et al.* (2005, p. 441), a análise de correspondência é uma técnica multivariada exploratória que tem se tornado crescentemente popular para a redução dimensional e o mapa perceptual. Entende-se por mapa perceptual, a representação visual de

objetos de um indivíduo em duas ou mais dimensões e, geralmente, esse mapa tem níveis opostos de dimensões nos extremos dos eixos x e y. Com efeito, os eixos dos gráficos correspondem às dimensões usadas para representar a variação existente nas categorias.

A Anacor cria grupos homogêneos com as categorias cuja contribuição para a inércia da dimensão seja superior à sua massa associando tais categorias com *scores* do mesmo sinal para as respectivas dimensões, e que, conseqüentemente, se aproximam entre si no mapa perceptual.

Os eixos do gráfico correspondem às dimensões usadas para representar a variação existente nas categorias cujo número máximo é definido por $[\min(\text{lin}, \text{col}) - 1]$, ou seja, o número mínimo entre linhas e colunas da matriz de correspondências. A Análise de correspondência utiliza-se da métrica euclidiana ponderada ou *distância qui-quadrada* para padronizar os valores das frequências.

A análise gráfica é feita pela seleção das categorias mais importantes por dimensão, ou seja, aquelas cuja contribuição para a explicação da dimensão é superior à sua massa, e que simultaneamente estejam afastadas da origem dos eixos no gráfico. Em outras palavras as categorias que mais explicam as dimensões são aquelas que apresentam maior inércia por dimensão e que simultaneamente estejam afastadas da origem do gráfico.

3.6.3 Coeficiente de Correlação de Pearson

Os valores das correlações servem como referência preliminar das relações existentes entre as variáveis. Embora seja uma análise simplista e pouco conclusiva, auxilia o pesquisador na construção dos modelos. A correlação entre as variáveis foi calculada mediante a equação 5, conforme :

$$r = \frac{n \cdot \sum(X \cdot Y) - (\sum X) \cdot (\sum Y)}{\sqrt{n \cdot \sum X^2 - (\sum X)^2} \sqrt{n \cdot \sum Y^2 - (\sum Y)^2}}, \quad (5)$$

Em que:

r = coeficiente de correlação linear de Pearson;

x e y , as variáveis em estudo;

n = representa o número de pares de dados presentes;

Σ = representa a soma dos itens indicados.

A análise da correlação permite verificar se existe associação entre duas variáveis; o coeficiente deve estar entre -1 e +1, se r estiver muito próximo de 0, conclui-se que não há correlação linear significativa entre as variáveis, todavia se estiver próximo de -1 ou +1, pode-se concluir que há correlação linear entre as variáveis.

3.7 Limitações da Pesquisa

Uma das principais limitações dos estudos acerca de *disclosure* é a dificuldade em medir o grau de divulgação voluntária. Na ausência de um *ranking* os autores optam por desenvolver sua própria métrica de divulgação voluntária. No entanto, na medida em que a construção das métricas envolve julgamento por parte do pesquisador, os resultados podem ser difíceis de replicar.

A construção de tal métrica, embora tenha se baseado em estudos anteriores, envolve certo nível de subjetividade quanto ao processo de seleção das informações a serem investigadas e como também na atribuição de valores binários quando à presença ou não das informações nos relatórios anuais, relatórios de administração ou *websites*.

Além disso, essas métricas normalmente contam com divulgações de informações previstas no relatório anual ou outro tipo de documentos públicos. Como resultado, quaisquer elementos informativos que as empresas promovam em reuniões de analistas, em teleconferências, e outros locais são omitidos da análise.

Endogeneidade é outro problema potencialmente sério para estudos que envolvem *disclosure* e governança corporativa. Healy e Papelu (2002), argumentam que empresas que têm operações no mercado de capitais também são susceptíveis de estar enfrentando mudanças em suas oportunidades de investimento. Em seguida, é difícil avaliar se a relação entre níveis

elevados de divulgação e aumento da divulgação para essas empresas é atribuível à questão pública por si só, ou para outras mudanças que a empresa está enfrentando.

Outro aspecto a ser considerado é o pequeno período de tempo analisado (1 Ano); é um período relativamente curto que impede de se fazer análise sobre a evolução da qualidade e nível de *disclosure* das empresas. Nesse sentido é importante se considerar estas restrições em relação às interpretações dos resultados. A utilização de um curto período de tempo se deve à própria complexidade na construção e na coleta das informações relacionadas à *proxie* nível de *disclosure*,

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação da análise dos resultados está dividida em três partes. A seção 4.1 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas. A seção 4.2 análise da correlação entre as variáveis. 4.3 análise das práticas de *disclosure* apresenta os resultados obtidos do modelo de regressão linear. A seção 4.4 estimativa da análise de correspondência. 4.5 análise de regressão linear múltipla.

4.1 Estatística Descritiva

A partir do conjunto de dados extraído das respectivas fontes, de acordo com os procedimentos indicados pela metodologia, seguem abaixo as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo econométrico:

Tabela 2 - Composição dos conselhos de administração em 2008

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
DSCORE	2,00	62,00	22,0222	16,0000	18,01275

Na Tabela 2, pode-se observar que de um índice possível de 78 pontos de *disclosure* voluntário em média as empresas atingiram somente 22,02 pontos; em termos percentuais, aproximadamente 28%, sendo este indicador liderado pelas empresas BRF-Brasil Foods e Petrobrás, com respectivamente 62 e 61 pontos obtidos (em percentuais 79,48% e 78,20%).

Outros importantes indicadores e que estão diretamente relacionados a atributos de governança corporativa são o tamanho do conselho de administração e seu nível de independência. O tamanho mediano dos conselhos de administração é de 7 membros; está dentro do intervalo entre cinco e nove membros recomendado pelo código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2009) como também pelo tamanho sugerido por Lipton e Lorsch (1992) e Jensen(1993).

Tabela 3 - Composição dos conselhos de administração em 2008

Categoria	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Conselheiros Internos	0,00	12,00	1,0533	1,0000	1,44135
Conselheiros Externos	0,00	25,00	6,9956	6,0000	5,27756
Tamanho	2,00	28,00	8,0489	7,0000	5,30770
Percentual de internos	0,00	100,00	17,05	14,29	0,18626
Percentual de externos	0,00	100,00	82,95	85,71	0,33305

Conforme dados apresentados na Tabela 3, os conselhos de administração das companhias abertas brasileiras são compostos, em sua grande maioria, por membros externos, que não desempenham atividade operacional na organização. Em 2008, 82,95% em média dos membros dos conselhos de administração eram externos.

Inicialmente, a alta proporção de membros externos presentes nos conselhos poderia indicar uma adequação às recomendações dos códigos de governança, ou seja, pessoas distintas exercendo funções no conselho e na diretoria. Esta aparente independência e aderência às recomendações dos institutos de governança pode ser influenciada por alguns fatores. Em primeiro lugar há uma determinação legal – parágrafo 1º do artigo 143 da Lei das Sociedades por Ações – para que os conselhos sejam compostos por, no máximo, 1/3 de diretores da companhia.

Segundo, este alto índice de membros não diretores não significa necessariamente independência, uma vez que o acionista controlador detém o direito de indicar a maioria dos membros do conselho e o cenário brasileiro apresenta uma forte concentração de direito de controle em posse do acionista controlador, conforme demonstrado na Tabela 6, em média, o controlador detém 63,76% das ações com direito a voto.

Outra importante variável da estrutura de governança das empresas brasileiras, apresentada na Tabela 4, é a presença de dualidade nos cargos de presidente do conselho e diretor executivo. Em geral, os códigos de melhores práticas de governança recomendam que tais funções sejam desempenhadas por pessoas diferentes, de forma a evitar o excesso de poder nas mãos de uma única pessoa.

Tabela 4 - Número de empresas com presença de dualidade no Ano de 2008

	Frequência	Percentual
Com dualidade	61	27,1%
Sem dualidade	164	72,9
Total	225	100%

As informações contidas na Tabela 4 permitem constatar que em 27,1% das empresas investigadas havia o acúmulo das funções de diretor executivo e presidente do conselho de administração. Este percentual tem diminuído ao longo do tempo; segundo Silveira (2002) este percentual era de 41,5% em 1999 e 37,5% em 2000. Importante observar também que estas informações parecem indicar que o diretor presidente consegue chegar à presidência do conselho não por sua posição de diretor executivo mas sim pela sua posição de acionista controlador, já que o percentual de membros externos é bem maior conforme demonstrado nas tabelas 1 e 2. Verifica-se ainda que houve uma diminuição da concentração de direitos de controle como também uma diminuição da presença de dualidade.

O acordo de acionista representa uma espécie de contrato de consenso dos acionistas controladores sobre a forma pela qual decidirão algumas questões. Sua presença pode indicar alto risco de expropriação dos direitos dos minoritários, uma vez que o acordo exclui dos minoritários a possibilidade de interferência nos temas definidos no acordo (SILVEIRA, 2002).

Tabela 5 - Percentual de empresas com presença de acordo de acionistas

Categoria	%
Empresas com acordo de acionistas	40,6%
Empresas sem acordo de acionistas	59,4%
Total	100%

Conforme dados da Tabela 5; 40,6% das empresas possuem acordo de acionistas, indicando um aumento dessa prática, uma vez que em Silveira (2002), para uma amostra composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bovespa e na SOMA, evidenciou percentuais médios de 22%, 24% e 23,7% para os anos de 1998, 1999 e 2000 respectivamente.

As variáveis de estrutura de propriedade são importantes nos estudos que envolvem conceitos de governança corporativa. Neste estudo foram definidas três variáveis para mensurar o nível de concentração de propriedade. O percentual de ações do acionista controlador é a porcentagem de ações com direito a voto detidas pelo acionista identificado como controlador. O percentual de ações dos acionistas que participam do acordo é a somatória das ações com direito a voto dos acionistas participantes do acordo de acionistas. Da mesma forma, o percentual de ações dos *blockholders* é a somatória das ações com direito a voto detidas pelos acionistas que possuem 5% ou mais das ações.

Tabela 6 - Estrutura de propriedade e de controle das empresas em 2008

Categoria	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
% Ações dos acionistas controladores	8,78	100,00	63,7682	62,32	20,43062
% Ações somente dos acionistas que participam de acordo	27,18	100,00	70,8312	69,88	21,81360
Direitos de propriedade	8,78	100,00	46,9508	44,28	25,40059
Direitos de propriedade somente dos participantes de acordo	8,78	100,00	53,7913	52,5	26,25485
% Ações dos <i>blockholders</i>	8,78	100,00	53,7913	87,09	26,25485

A Tabela 6 mostra uma forte concentração dos direitos de controle nas companhias abertas brasileiras, com os acionistas possuindo em média 63,76% das ações com direito a voto. Observa-se também que a concentração de controle dos acionistas que participam de acordo de acionistas é alta, em média, 70,83%. Da mesma forma os *blockholders* possuem, em média, 53,79% do controle acionário.

É de se esperar que em uma economia em desenvolvimento a propriedade se torne mais difusa ao longo do tempo, em função da necessidade de captação de recursos por parte das empresas e do próprio desenvolvimento do mercado de capitais (SILVEIRA, 2002). Isso parece ocorrer no cenário brasileiro de forma bastante moderada uma vez que Silveira (2002) evidenciou uma concentração de direitos de controle de 73,8% em 1998 e 75,6% em 2000.

Embora ainda esteja bastante elevada a concentração de propriedade, observa-se uma diminuição na concentração do controle acionário. Estes dados demonstram que o cenário brasileiro ainda está longe de atingir o padrão de estruturas de propriedade do modelo Bearle e Means (1932), com estrutura de propriedade pulverizada entre muitos acionistas e separação entre acionistas e executivos.

4.2 Análise da Correlação entre as variáveis

Tendo como objetivo preliminar verificar a magnitude e o sentido das relações entre as variáveis calculou-se o coeficiente de correlação de Pearson para as variáveis. Importante ressaltar que correlação significa apenas uma associação numérica entre duas variáveis, não implicando necessariamente relação de causa e efeito.

Tabela 7 - Matriz de Correlação entre as variáveis

		ADR	AUDIT	DSCORE	DCON	ACORDO	DPROP	ID	BLOCK	OWNGOV	DUALIDADE	NMEMBROS	INDEP	ALAV	ROA	PORTE	BIG5
ADR	Coef.	1															
	Sig																
AUDIT	Coef	,480**	1														
	Sig	,000															
DSCORE	Coef	,474**	,479**	1													
	Sig	,000	,000														
DCON	Coef	,022	-,075	,018	1												
	Sig	,741	,264	,794													
ACORDO	Coef	-,016	,084	-,011	-,156*	1											
	Sig	,812	,208	,866	,019												
DPROP	Coef	-,022	-,032	,019	,777**	-,152	1										
	Sig	,738	,629	,778	,000	,023											
ID	Coef	-,177**	-,075	-,156*	-,043	,158*	-,021	1									
	Sig	,008	,264	,019	,519	,018	,754										
BLOCK	Coef	-,044	-,134*	-,117	,687**	-,027	,480**	-,070	1								
	Sig	,516	,045	,080	,684	,684	,000	,294									
OWNGOV	Coef	,167*	,124	,210**	,078	-,163*	,077	-,613**	,095	1							
	Sig	,012	,065	,002	,244	,015	,252	,000	,156								
DUALIDADE	Coef	-,096	-,056	-,156*	,148*	,004	,107	-,005	,139*	-,042	1						
	Sig	,150	,401	,019	,027	,947	,110	,945	,037	,529							
NMEMBROS	Coef	,384**	,255**	,427**	-,116	-,013	-,155**	-,131*	-,086	,231**	-,263	1					
	Sig	,000	,000	,000	,084	,084	,020	,050	,201	,001	,000						
INDEP	Coef	-,039	,029	,067	,052	,117	,031	,121	,074	-,072	-,062	,058	1				
	Sig	,559	,661	,315	,440	,081	,641	,072	,269	,282	,355	,391					
ALAV	Coef	-,009	-,050	-,099	-,014	-,073	-,097	-,016	,064	-,072	,010	-,139*	,030	1			
	Sig	,559	,453	,140	,836	,275	,148	,817	,337	,280	,878	,037	,656				
ROA	Coef	,024	,034	,068	-,046	,056	-,075	-,166*	-,067	,023	,041	,065	-,064	-,412**	1		
	Sig	,717	,614	,312	,498	,408	,262	,013	,321	,735	,546	,335	,337	,000			
PORTE	Coef	,386**	,352**	,494**	,031	,044	,029	-,168*	-,114	,217**	-,153*	,419**	-,125	-,299**	,360**	1	
	Sig	,000	,000	,000	,649	,509	,667	,012	,088	,001	,022	,000	,063	,000	,000		
BIG5	Coef	,212**	,297**	,404**	,005	,159*	,111	,029	-,082	,014	-,276**	,270**	,013	-,222**	,082	,289**	1
	Sig	,001	,000	,000	,943	,017	,096	,671	,223	,835	,000	,000	,846	,001	,221	,000	

(*,**) coeficientes significativos a 1% e 5%, respectivamente.

Analisando-se as correlações entre as variáveis, apresentadas na Tabela 7, verifica-se, conforme esperado, uma correlação positiva entre o nível de *disclosure* e a emissão de ADRs. Empresas listadas internacionalmente enfrentariam pressões adicionais do mercado de capitais para a divulgação de informações. Adicionalmente, isso pode ser reflexo do próprio processo de adoção de padrões internacionais de contabilidade e de produção de relatórios anuais.

Com relação ao tamanho do conselho de administração, a relação com o nível de *disclosure* é positiva e significativa, corroborando com uma hipótese do trabalho e com a teoria. Levando em consideração que o conselho de administração é quem define as regras do jogo para o CEO e tem responsabilidade final sobre o funcionamento da organização. É razoável imaginar que um maior número de membros conduz a uma maior discussão e menor probabilidade de retenção de informações.

Da mesma forma a presença de comitê de auditoria é correlacionada a um maior nível de *disclosure* discricionário. Considerando que, entre outras, as funções do comitê de auditoria incluem assegurar a qualidade da informação contábil e do sistema de controle. Esta informação corrobora com a hipótese da pesquisa de que a presença de comitê de auditoria influencia a qualidade e quantidade de informações discricionárias divulgadas pelas empresas.

Outra constatação é a correlação entre a proporção de direitos de controle em poder de órgão estatal (OWNGOV) e o nível de divulgação discricionário. Isto confirma a hipótese de que proporção de propriedade estatal possivelmente influencia, por intermédio do setor regulatório governamental, as políticas de *disclosure* das organizações.

A variável porte também apresentou correlação positiva e significativa com o nível de *disclosure*, conforme esperado. É natural que empresas maiores apresentem maior nível de divulgação discricionário de informações. Outros estudos já constataram que empresas maiores apresentam maior nível de divulgação de informações discricionárias.

4.3 Análise das práticas de *disclosure* voluntário

Esta seção apresenta as práticas de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2008 e está dividida em: Informações gerais sobre a empresa, Informações Relacionadas aos Empregados e Administradores, Informações Estatísticas e não-financeiras, Projeções, Discussões e Análises Financeiras,

4.3.1 Práticas de *disclosure* voluntário: Informações gerais sobre a empresa

Esta primeira categoria trata de aspectos relacionados à descrição geral do negócio, metas e objetivos corporativos, principais produtos e mercados e estrutura organizacional e de governança corporativa, a Tabela 8 apresenta a porcentagem de empresas cujas informações foi possível evidenciar.

Tabela 8 - *Disclosure*: Informações gerais sobre a empresa

Item	2008
As metas são descritas de forma detalhada (quantidades, valores, percentuais, prazos)	26,2%
Os principais mercados em que a empresa atua são descritos de forma quantitativa?	28,4%
Existe informação sobre as metas ou objetivos corporativos?	34,2%
Os principais produtos são descritos de forma quantitativa?	38,2%
Há descrição no relatório dos principais mercados em que a empresa atua?	45,3%
Existe informação sobre o ambiente empresarial (aspectos econômicos relacionados ao setor) em que a empresa atua?	47,1%
Estrutura de governança corporativa ou organizacional são mencionadas?	61,3%
Há descrição no relatório dos principais produtos e serviços que a empresa comercializa?	65,8%
Há uma descrição geral do negócio em que atua (em que atua, onde atua)	98,7%

Esta categoria é o tipo de informação divulgada pela maioria das empresas. Constata-se que as informações mais evidenciadas nesta categoria é a descrição geral do negócio, seguida dos principais produtos e serviços. Naturalmente que estes resultados já eram esperados, uma vez que tais informações são essenciais para o conhecimento da atividade de empresa e podem ser divulgadas independentemente dos relatórios anuais em websites da companhia.

4.3.2 Práticas de *disclosure* voluntário: Informações relacionadas aos empregados e administradores

Esta categoria trata de aspectos relacionados à descrição geral do negócio, metas e objetivos corporativos, principais produtos e mercados e estrutura organizacional e de governança corporativa.

Tabela 9 - *Disclosure*: Informações Relacionadas a empregados e administradores

Item	2008
A remuneração média por empregados está informada?	7,1%
Existe informação acerca da remuneração dos administradores?	11,6%
Existem informações sobre gastos com treinamento e desenvolvimento gerencial?	16%
Há outras informações a respeito dos funcionários (<i>turnover</i> , grau de satisfação, valor adicionado por empregado, produtividade) descritas de forma quantitativa?	17,3%
Existe informação sobre o Número de colaboradores?	45,3%

Em geral o nível de divulgação das informações acerca dos empregados e administradores é muito baixo. Embora sejam informações simples e de caráter social, com exceção da quantidade de colaboradores as demais informações são escassas e bem superficiais. Saliente-se que as empresas informam no relatório IAN – informações anuais e gasto máximo com remuneração dos administradores, requisito exigido pela CVM. Todavia, esta informação não foi considerada suficiente para o item em questão. Considerou-se apenas os gastos informados efetivamente pagos a título de remuneração aos administradores.

4.3.3 Práticas de *disclosure* voluntário: Informações Estatísticas e não-financeiras

Esta categoria trata de aspectos relacionados à participação da empresa no mercado crescimento das vendas, unidades vendidas e preços unitários dos produtos vendidos .

Tabela 10 - *Disclosure*: Informações Estatísticas e não-financeiras

Item	2008
Porcentagem de vendas em produtos criados nos últimos cinco anos?	3,6%
Existe informação sobre o crescimento das vendas em unidades ou série histórica que permitam o cálculo?	6,7%
Existe informação sobre Unidades Vendidas por produto?	22,7%

Item	2008
Existe informação sobre Preço de venda Unitário?	22,7%

(continuação da tabela anterior)

Observa-se que apenas 3,6% das empresas informam porcentagem de vendas de produtos criados nos últimos cinco anos. Aproximadamente 23% apresentaram informações relacionadas a unidades vendidas e preço de venda unitário. Talvez seja considerada informação estratégica, por isso a não divulgação do desempenho dos produtos de forma individualizada.

4.3.4 Práticas de *disclosure* voluntário: Projeções

Esta categoria trata de aspectos relacionados à projeções de vendas, de fluxos de caixa, investimentos em pesquisa e desenvolvimento de produtos e tendência de retornos das ações.

Tabela 11 - Disclosure: Projeções

Item	2008
Existem informações sobre participação de Mercado projetada?	2,2%
Existem informações sobre fluxos de caixa projetados?	3,1%
Informou lucros projetados?	4,0%
Informou investimentos em pesquisas ou desenvolvimento projetados?	4,8%
Existem informações sobre vendas projetadas?	9,3%
Tendência nos preços das ações ou retorno total para o acionista é informado ?	25,1%

Este grupo de informações relacionadas a projeções apresenta o menor índice de adesão pelas empresas. Este comportamento faz supor que esta informação é considerada estratégica pelas empresas e que sua divulgação possa comprometer a competitividade (ALENCAR, 2007). O indicador de tendência nos preços das ações ou retorno total ao acionista apresentou maior percentual uma vez que considerou-se como informação válida séries históricas que possibilitassem o cálculo do retorno.

4.3.5 Práticas de *disclosure* voluntário: Discussões e Análises Financeiras

Esta categoria trata de aspectos relacionados a projeções de vendas, de fluxos de caixa, investimentos em pesquisa e desenvolvimento de produtos e tendência de retornos das ações.

Tabela 12 - Disclosure: Discussões e Análises Financeiras

Item	2008
Existe discussão acerca de variação com despesas de capital ou investimentos em pesquisa e desenvolvimento?	12,9%
Existe discussão acerca de variação nas despesas ou receitas financeiras?	24%
Existe discussão acerca de variação nos custos dos produtos vendidos?	28,9%
Existe discussão acerca de variação nas despesas administrativas e comerciais?	29,3%
Existe discussão acerca de variação no volume de vendas?	34,2%
Existe discussão acerca de variação nos lucros/prejuízos?	36%
A evolução do lucro operacional ao longo dos últimos anos é divulgada?	39,1%

Mais de um terço das empresas apresentaram discussões relativas à variação no volume de vendas, variação nos lucros e prejuízos ou prejuízos como também apresentaram a evolução do lucro operacional de vários exercícios. Tais informações são muito úteis aos investidores, principalmente quando esclarecem ou justificam grandes alterações nas contas que impactam diretamente na distribuição dos resultados. Isto pode justificar esta maior adesão já que os investidores são os maiores interessados nestas informações.

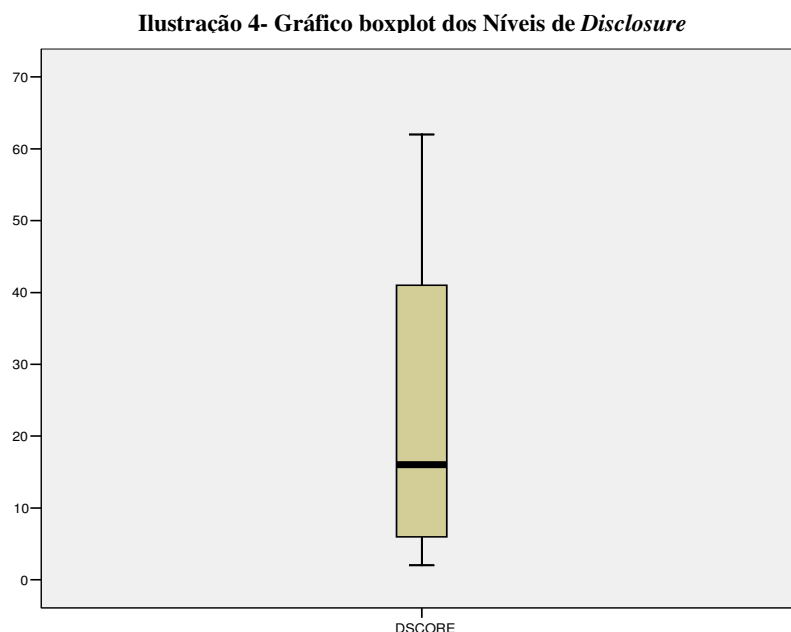
4.4 Estimativa da Análise de Correspondência

Com objetivo de operacionalizar a análise de correspondência procedeu-se à divisão das empresas em níveis mediante cálculo dos quartis de acordo com a Tabela 13:

Tabela 13 - Percentis do Nível de Disclosure

Percentiles	Weighted Average(Definition 1)	Tukey's Hinges
5	2	
10	2	
25	5,5	6
50	16	16
75	41	41
90	49,5	
95	54,7	

Adicionalmente, para facilitar a análise visual apresenta-se o gráfico boxplot (*gráfico do bigode*).



Com isso, foi atribuído notas às empresas de 1 a 4, de acordo com a divisão dos quartis: de 0 até o valor 6, nota 1; acima de 6 até o valor 16, nota 2; acima de 16 até 41, nota 3; acima de 41, nota 4. Os dados foram divididos em quartis para se atribuir notas aos respectivos níveis de *disclosure*, sendo: 1 – ruim; 2 – razoável; 3 – bom; 4 – ótimo. Após tal divisão procedeu-se à elaboração da Tabela 14:

Tabela 14 - Tabela de correspondência, frequências observadas resultante da classificação de 225 empresas consoante setor e nível de *disclosure*

Setor	Nível de <i>Disclosure</i>				Total
	Ruim	Razoável	Bom	Ótimo	
Agro e Pesca		1	3		4
Alimentos e Bebidas	5	2	5	4	16
Comércio	1	4	4	2	11
Construção	8	5	6	1	20
Eletroeletrônicos	1		1	4	4
Energia Elétrica	5	5	9	17	36
Máquinas Indust	1	1	1	1	4
Mineração	1	1		1	3
Minerais não Met	1	1			2
Outros	15	9	8	11	43
Papel e Celulose	1		2	1	4
Petróleo e Gás	1		1	1	3

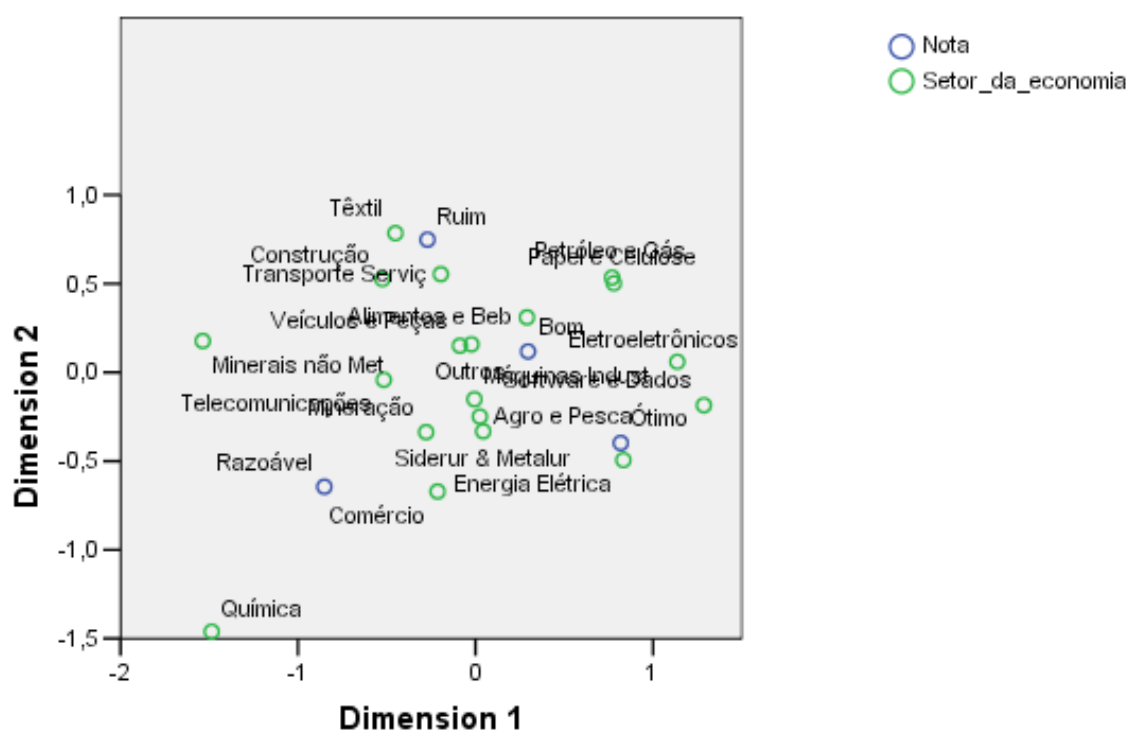
	Nível de <i>Disclosure</i>				
Química	1	8	1	1	11
Siderur & Metalur	3	4	4	4	15
Software e Dados			2	1	3
Telecomunicações	2	2	1	1	6
Têxtil	10	4	4	2	20
Transporte Serviços	4	2	4	1	11
Veículos e Peças	3	2	2	2	9
Total	63	50	59	53	225

(continuação da tabela anterior)

Tabela 15 - Teste Qui-Quadrado Setor de atuação Versus Nível de *Disclosure*

Dimensão	Valor Singular	Inércia	Qui-Quadrado	Sig.
1	,365	,133		
2	,292	,085		
3	,254	,065		
Total		,283	63,714	,172

Nota-se que, mediante teste Qui-Quadrado, ao nível de significância de 5% não é possível rejeitar a hipótese nula de ausência de relação entre o nível de *disclosure* e o setor de atuação. Logo, a análise de correspondência fica um pouco prejudicada e o mapa perceptual apresentado na Ilustração 5 não é muito significativo.

Ilustração 5 - Mapa perceptual do Nível de *Disclosure* e Setor de atuação

Com vistas à formação de grupos homogêneos de setores segundo o nível de *disclosure*, criou-se, com base na Tabela 16 e Tabela 17, um quadro resumo, no qual se colocam do mesmo lado as categorias semelhantes, ou seja, aquelas que possuem o mesmo sinal para cada dimensão.

	<i>Scores negativos</i>	<i>Scores Positivos</i>
Dimensão 1	Minerais não Metálicos Química Razoável	Eletroeletrônico Energia Elétrica Papel Celulose Petróleo e Gás Software e Dados Ótimo
Dimensão 2	Comércio Química Razoável	Têxtil Transporte e Serviços Ruim

Quadro 8 - Resumo dos Scores do Nível de *disclosure* e Setor de atuação

O quadro de resumos dos *scores* confirma algumas observações que podem ser feitas a partir da análise visual do gráfico de mapa perceptual. Alguns setores podem ser classificados em grupos de qualidade do *disclosure* voluntário. O grupo ruim reúne os setores têxtil, transporte e serviços; o grupo razoável reúne os setores química, minerais não metálicos e comércio e o grupo ótimo reúne os setores eletroeletrônicos, energia elétrica, papel e celulose, petróleo e gás e software e dados.

Tabela 16 – Resumo dos Scores do Setor de atuação

Setor	Mass	Score in Dimension		Inércia	Contribution				
		1	2		Of Point to Inertia of Dimension		Of Dimension to Inertia of Point		
					1	2	1	2	Total
Agro e Pesca	,018	,024	-,249	,026	,000	,004	,000	,012	1,000
Alimentos e Beb	,071	,290	,310	,004	,016	,023	,495	,454	1,000
Comércio	,049	-,214	-,671	,013	,006	,075	,063	,494	1,000
Construção	,089	-,525	,526	,018	,067	,084	,486	,391	1,000
Eletroeletrônicos	,018	1,137	,060	,009	,063	,000	,896	,002	1,000
Energia Elétrica	,160	,833	-,494	,055	,304	,134	,739	,207	1,000
Máquinas Indust	,018	-,006	-,151	,000	,000	,001	,002	,992	1,000
Mineração	,013	-,278	-,337	,005	,003	,005	,079	,092	1,000

Setor	Mass	Score in Dimension		Inércia	Contribution				
		1	2		Of Point to Inertia of Dimension		Of Dimension to Inertia of Point		
					1	2	1	2	Total
Minerais não Met	,009	-1,537	,177	,009	,058	,001	,867	,009	1,000
Outros	,191	-,023	,158	,008	,000	,016	,005	,183	1,000
Papel e Celulose	,018	,780	,502	,008	,030	,015	,484	,160	1,000
Petróleo e Gás	,013	,769	,535	,004	,022	,013	,722	,278	1,000
Química	,049	-1,486	-1,461	,070	,296	,358	,564	,435	1,000
Siderur & Metalur	,067	,043	-,332	,002	,000	,025	,020	,939	1,000
Software e Dados	,013	1,287	-,185	,016	,060	,002	,506	,008	1,000
Telecomunicações	,027	-,516	-,042	,003	,019	,000	,864	,005	1,000
Têxtil	,089	-,451	,785	,024	,050	,187	,279	,673	1,000
Transporte Serviç	,049	-,196	,554	,008	,005	,051	,084	,538	1,000
Veículos e Peças	,040	-,088	,150	,001	,001	,003	,177	,415	1,000
Active Total	1,000			,283	1,000	1,000			

Symmetrical normalization

(continuação da tabela anterior)

Tabela 17 – Resumo dos Scores do Nível de disclosure

Nota	Mass	Score in Dimension		Inértia	Contribution				
		1	2		Of Point to Inertia of Dimension		Of Dimension to Inertia of Point		
					1	2	1	2	Total
Ruim	,280	-,271	,748	,061	,056	,537	,122	,744	1,000
Razoável	,227	-,852	-,645	,088	,450	,323	,686	,314	1,000
Bom	,258	,296	,118	,052	,062	,012	,157	,020	1,000
Ótimo	,236	,818	-,398	,082	,432	,128	,705	,133	1,000
Active Total	1,000			,283	1,000	1,000			

Symmetrical normalization

4.5 Análise de Regressão Linear Múltipla

Como o escopo deste estudo consistiu em verificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* das empresas brasileiras de capital aberto efetuou-se regressão linear múltipla com 225 empresas para o exercício de 2008. Os resultados do modelo utilizando a variável

DSCORE como dependente, os resultados obtidos dos parâmetros bem como o resultado dos seus coeficientes são apresentados na Tabela 18:

Tabela 18 - Resumo do modelo de regressão

Modelo	R	R Square	Ajusted R Square	Std. Error of the Estimate
1 ^a	,491	,241	,238	15,72546
2b	,590	,348	,342	14,60885
3c	,632	,400	,392	14,04791
4d	,658	,433	,422	13,68916
5e	,673	,453	,441	13,47230

a Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO

b Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ

c Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS

d Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5

e Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5, ADR

f Dependent Variable: DSCORE

Por meio do método *stepwise*, foram geradas as possíveis equações com a entrada de variáveis que pudessem contribuir para a explicação da variável nível de *disclosure* voluntário. O modelo 5 é considerado o mais adequado com relação às variáveis explicativas incluídas no modelo. Possui um R^2 de 0,453, ou seja, 45% da variação do nível de *disclosure* é explicada pelas variáveis que representam porte da empresa, pela existência de comitê de auditoria, pelo tamanho do conselho de administração, pela reputação da empresa de auditoria, e pela emissão de ADR.

Tabela 19 – Resultado da Análise da Variância (ANOVA)

Modelo		Sum of Squares	DF	Mean Square	F	Sig
1	Regressão	17533,227	1	17533,227	70,901	,000(a)
	Resíduos	55145,662	223	247,290		
	Total	72678,889	224			
2	Regressão	25229,984	2	12649,992	59,273	,000(b)
	Resíduos	47378,905	222	213,418		
	Total	72678,889	224			
3	Regressão	29065,891	3	9688,630	49,095	,000(c)
	Resíduos	43612,998	221	197,344		
	Total	72678,889	224			
4	Regressão	31452,397	4	7863,099	41,960	,000(d)
	Resíduos	41226,492	220	187,393		
	Total	72678,889	224			

Modelo		Sum of Squares	DF	Mean Square	F	Sig.
5	Regressão	32929,785	5	6585,957	36,286	,000(e)
	Resíduos	39759,104	219	181,503		
	Total	72678,889	224			

a Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO

b Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ

c Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS

d Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5

e Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5, ADR

f Dependent Variable: DSCORE

Tabela 20 - Resumo dos coeficientes e da estatística de colinearidade

Modelo 5	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-13,946	5,953		-2,342	,020		
PORTE	3,948	1,073	,216	3,680	,000	,724	1,380
COMITÊ	9,733	2,665	,217	3,652	,000	,710	1,409
NMEMBROS	,616	,196	,181	3,139	,002	,748	1,337
BIG5	7,203	1,978	,197	3,641	,000	,856	1,169
ADR	9,795	3,433	,174	2,853	,005	,670	1,493

Dependent Variable: DSCORE

Com relação às variáveis constata-se que a variável PORTE possui sinal do coeficiente positivo, ou seja, o tamanho de companhia é positivamente associado aos níveis de divulgação voluntária, o que corresponde com o esperado de acordo com Verrechia (2001). Naturalmente maiores empresas evidenciariam mais informações de maneira voluntária. Portanto, a hipótese 8 porte da empresa, representada pelo logaritmo do ativo total, não é rejeitada.

Ressalvadas as devidas diferenças metodológicas e métricas de variáveis, este resultado corrobora com o resultado evidenciado por Chow e Wong-Boren (1987), Hossain, Tan e Adams (1994), Raffournier (1995), Meek Roberts e Gray (1995) e Eng e Mak (2003) Lopes e Rodrigues (2007). Todavia, diverge do resultado encontrado por Murcia (2009), que não evidenciou relação estatística significativa entre o tamanho da empresa e nível de *disclosure*.

A variável COMITÊ está diretamente relacionada ao nível de divulgação discricionária; este órgão que exerce função auxiliar do conselho de administração parece influenciar positivamente as políticas de divulgação das companhias. No mesmo sentido, Ho e Wong

(2001) indicam evidências de associação positiva entre a existência de comitê de auditoria e a extensão da divulgação voluntária. Assim, a hipótese 12 existência de comitê de auditoria não é rejeitada.

No que se refere à estrutura do conselho de administração a única variável significativa foi NMEMBROS que representa o tamanho do conselho de administração. Contrariamente aos resultados encontrados por Lanzana (2002), esta variável apresentou coeficiente com sinal positivo indicando relação positiva com as políticas de divulgação. Uma possível explicação é que uma maior quantidade de elementos poderia indicar melhor governança corporativa, gerando, assim, maior discussão e dificuldades para se chegar a consenso sobre retenção de informações. Dessa forma, a hipótese 5 tamanho do conselho de administração não foi rejeitada.

A variável INDEP não apresentou associação em análise univariada, tampouco no modelo regressão ao contrario de Eng e Mak (2003) que evidenciaram relação inversa entre o aumento dos *outsiders* e o nível de divulgação voluntário. Noutro sentido Chen e Jaggi (2000) evidenciaram associação positiva entre independência do conselho e “abrangência das divulgações financeiras”. Rejeita-se, portanto, a hipótese 7 nível de independência do conselho de administração.

As variáveis BIG5 e ADR apresentaram coeficientes com sinais positivos e estatisticamente significativos, indicando que empresas auditadas pelas cinco maiores ou que emitem ADR's tendem a possuir maior nível de divulgação voluntária. Neste caso o resultado da variável BIG5 é convergente ao resultado evidenciado Murcia (2009) e divergente com relação à variável ADR. Dessa forma, a equação encontrada é a seguinte: Assim, a hipótese 11 empresas listadas internacionalmente e hipótese 13 reputação da empresa de auditoria, não são rejeitadas.

$$DSCORE = -13,946 + 3,948 * PORTE + 9,733 * COMITÊ + 0,616 * NMEMBROS + 7,203 * BIG5 + 9,795 * ADR$$

Com relação a pesquisas internacionais, Hossain, Tan e Adams (1994) evidenciaram associação positiva entre *disclosure* e listagem em outros mercados e ausência de relação entre alavancagem. No mesmo sentido Raffournier (1995) e Lopes e Rodrigues (2007),

concluíram que empresas listadas internacionalmente promovem maiores políticas de divulgação voluntária de informações, resultados semelhantes ao deste estudo.

A variável *blockholder* não apresentou relação com o nível de *disclosure*; resultado semelhante ao encontrados por Eng e Mak (2003). Outra variável que não apresentou associação aos níveis de *disclosure* foi ALAV, resultado semelhante ao evidenciado por Chow e Wong-Boren (1987), Hossain, Tan e Adams (1994), Raffournier (1995). Entretanto, divergente do resultado de Eng e Mak (2003). Argumentam estes autores que o resultado por eles encontrado, relação negativa entre alavancagem e divulgação voluntária, é consistente com o argumento de Jensen (1986) de que o endividamento é um mecanismo de controle do fluxo de caixa livre.

As variáveis de estrutura de propriedade não apresentaram significância estatística. Evidências empíricas relacionadas à possível influência que a estrutura de propriedade exerce sobre as políticas de divulgação são bastante variadas. McKinnon e Dalimunthe (1993, *apud* Hossain, Tan e Adams, 1994), encontraram associação significativa entre estrutura de propriedade e *disclosure*. Enquanto que Craswell e Taylor (1992, *apud* Raffournier, 1995) – analisando empresas australianas do setor de gás e petróleo – e Raffournier (1995) – analisando uma amostra de 161 empresas comerciais e industriais suíças – não evidenciaram tal associação. Os resultados deste estudo são convergentes neste sentido, de ausência de relação entre estas variáveis.

Os resultados do modelo de regressão são válidos quando validados alguns pressupostos, como é o caso da multicolinearidade que está presente quando ocorre alta correlação entre duas ou mais variáveis explicativas (SARTORIS, 2003; GUJARATI, 2006). Nota-se na Tabela 14 que não há alta correlação entre as variáveis explicativas. Segundo Sartoris (2003, p. 294) e Gujarati (2006, p. 285), outra forma de identificar a multicolinearidade é a obtenção de um teste F altamente significativo acompanhado de estatísticas *t* pouco significativas para os coeficientes.

De acordo com Gujarati (2006, p. 280), “mesmo que a multicolinearidade seja muito alta, como no caso da *quase multicolinearidade*, os estimadores de mínimos quadrados ordinários ainda guardarão a propriedade de melhores estimadores lineares não tendenciosos”. Ainda, segundo o autor, a multicolinearidade imperfeita não viola nenhum pressuposto do Modelo

Clássico de Regressão Linear (MCRL) e só seria um problema sério se os coeficientes de correlação entre os regressores fossem superiores a 0,8. Considerando que nenhuma das variáveis superou 0,8, assume-se neste estudo a ausência de multicolinearidade.

Adicionalmente, pode-se analisar os valores de tolerância e *VIF* apresentados na Tabela 14. Note-se que a tolerância mede o grau em que uma variável X é explicada por todas as outras independentes e varia entre 0 e 1, quanto mais próxima de 1, maior será a multicolinearidade (PESTANA; GAGEIRO, 2008, p. 603). De acordo com a Tabela 14, todas as variáveis apresentaram valores entre 0,670 e 0,724.

Com relação ao *VIF variance inflation factor* que representa o inverso da tolerância, $VIF = 1/tolerância$, quanto mais próximo de zero estiver *VIF*, menor será a multicolinearidade. Segundo Pestana e Gageiro (2008), quando o *VIF* das variáveis apresenta valor inferior a 10, considera-se que não há colinearidade entre as variáveis, e assim, dado não existir qualquer *VIF* superior a 10, conclui-se pela inexistência de multicolinearidade.

A homocedasticidade ou variância constante dos resíduos pode ser verificada pelo gráfico *scatterplot* e *normal p-p plot* conforme Ilustração 6. Observa-se que os resíduos mantêm uma amplitude aproximadamente constante em relação ao eixo horizontal zero, isto é, não mostrando tendências crescentes ou decrescentes e, assim, não se rejeita a hipótese de homocedasticidade.

Ilustração 6 - Gráfico *scatterplot* dos resíduos

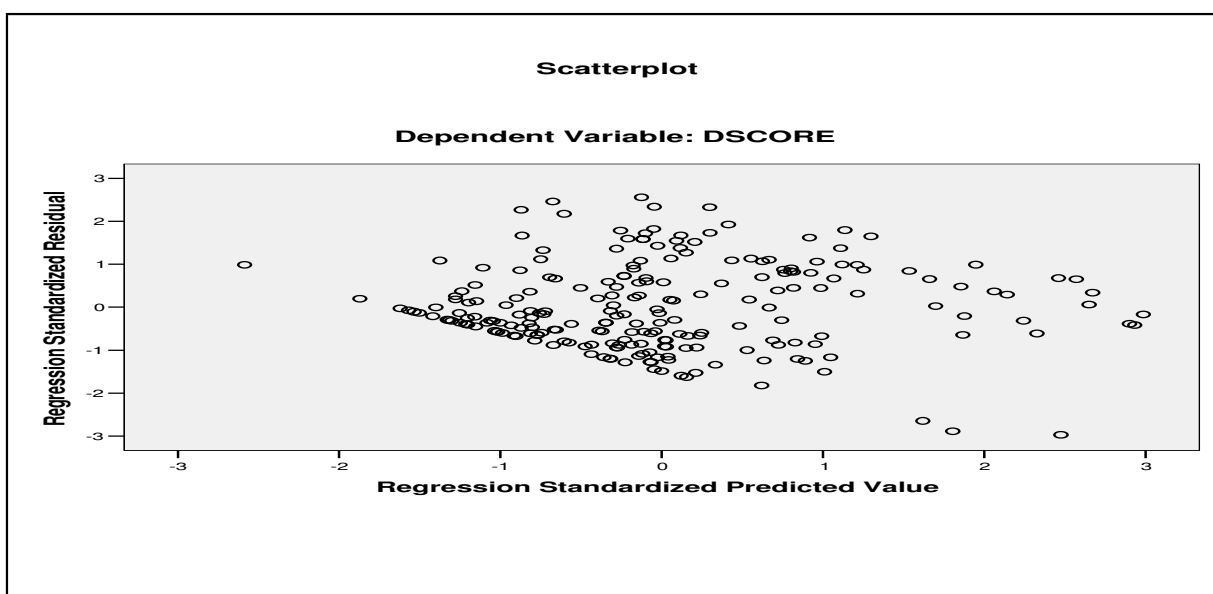
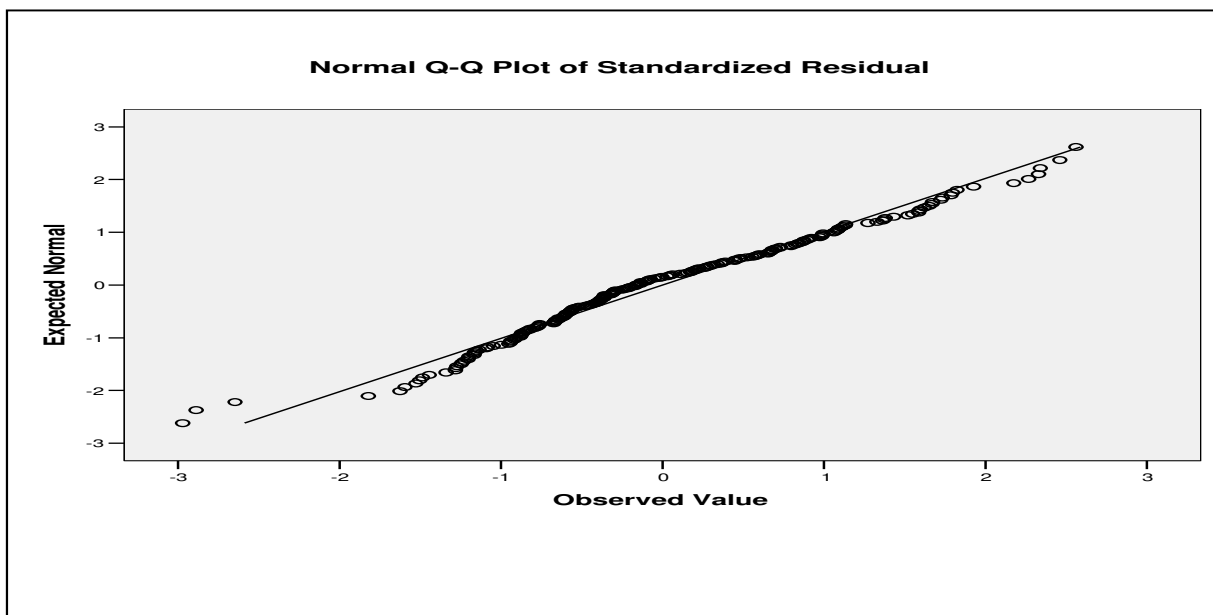
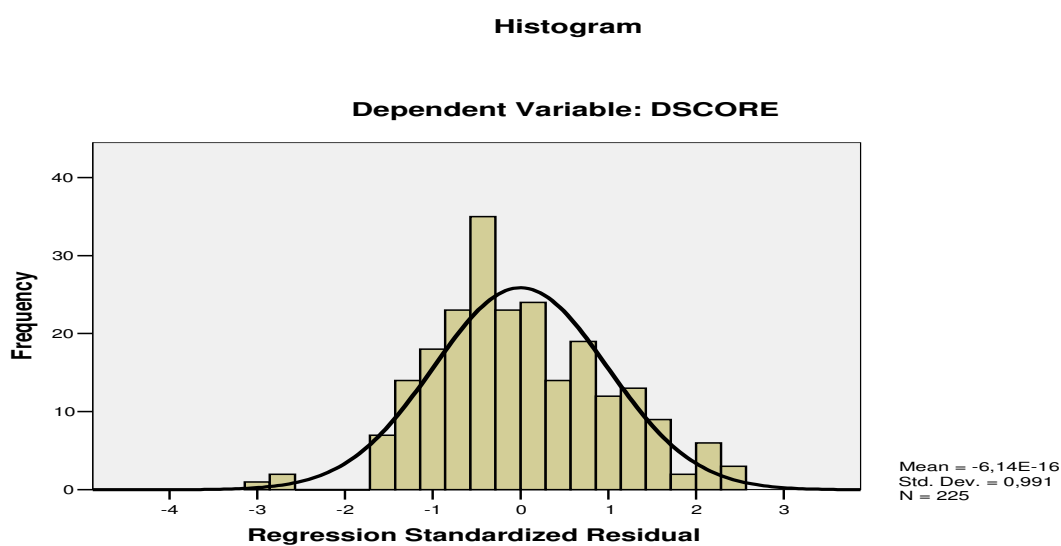


Ilustração 7 - Normal P-P Plot



O modelo normal de regressão linear pressupõe que cada termo de erro seja distribuído normalmente, ou seja, de modo mais compacto $\mu_i \sim N(0, \sigma^2)$ (GUJARATI, 2006, p.88). Na verdade, a inferência só é válida quando erros possuem distribuição normal de média nula, variância constante e independência entre os termos de erro $cov(u_i, u_j) = 0$. Assim, nota-se que os resíduos possuem distribuição normal, como pode ser observado na Ilustração 8.

Ilustração 8 - Histograma dos Resíduos



5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

O objetivo principal desta dissertação foi verificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foi construído um índice de *disclosure*, abrangendo, no que foi considerado pertinente, informações já contempladas em índices construídos para outras pesquisas.

O índice foi calculado para 225 empresas no exercício de 2008. Uma dúvida do pesquisador neste momento é: estudar uma menor quantidade de informações ao longo de um maior período ou um período menor com uma amostra maior. Optou-se por trabalhar com uma quantidade maior de empresas em corte transversal, considerando que políticas de divulgação de informações não seriam alteradas significativamente no curto prazo. Ademais, optou-se por uma amostra aleatória independentemente da participação no índice Bovespa ou liquidez em bolsa; considerou-se que tal amostra poderia representar melhor o cenário brasileiro no que tange à políticas de divulgação de informações discricionárias.

Entre as informações consideradas no índice de *disclosure*, o tipo de informação divulgada pela maior parte das empresas são as informações gerais e informações relacionadas a discussões e análises financeiras. Corroborando com os resultados de Alencar (2007), o grupo de informações relacionadas a projeções é o que conta com menor adesão por parte das empresas. Talvez uma hipótese considerada pelas empresas seja de que a divulgação de tais informações possa prejudicar objetivos estratégicos.

As empresas com melhores níveis de divulgação ponderados de acordo com o interesse dos *stakeholders* foram: BRF – Brasil Foods (79,48%), Petrobras (78,20%) e CTEEP - CIA Transmissão Energia Elétrica Paulista (76,92%). Em contrapartida, as empresas que menos divulgaram informações voluntárias foram: Açúcar guarani (5,12%); Subestação Eletrometro (2,56%) e Tig (2,56%).

Para atingir o principal objetivo deste estudo foi operacionalizado um modelo em que o nível de *disclosure* é explicado por um conjunto de quinze variáveis explicativas conjuntamente com quinze hipóteses. O Quadro 9 resume os sinais esperados e obtidos dos coeficientes por meio da regressão realizada.

Sigla	Nome	Descrição	Sinal esperado	Sinal obtido
NMEMBROS Hipótese 5	Número de membros do conselho	Total de membros (conselheiros efetivos) no conselho de administração.	+	+
PORTE Hipótese 8	Porte da empresa	Logaritmo do ativo total.	+	+
ALAV Hipótese 10	Alavancagem Financeira	Razão entre Exigível total e o ativo total.	+	+
ADR Hipótese 11	Internacionalização	Variável binária que assume valor 1 se a empresa emite ADR's.	+	+
AUDIT Hipótese 12	Comitê de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se houver presença de Comitê de Auditoria.	+	+
BIG5 Hipótese 13	Reputação da empresa de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se a empresa for auditada pelas 5 maiores.	+	+

Quadro 9 - Resumo dos sinais esperados e obtidos dos coeficientes da regressão

Conforme dados dispostos no Quadro 9 as únicas variáveis que apresentaram significação estatística ao nível de 5% foram: NMEMBROS, PORTE, ALAV, ADR, AUDIT e BIG5. O sinal do coeficiente das variáveis que apresentaram significância estatística, exceto a variável ALAV, corrobora com a teoria. Não se rejeita, portanto, a hipótese 5: tamanho do conselho de administração; hipótese 8: porte da empresa; hipótese 10: alavancagem; hipótese 11: internacionalização; hipótese 12: presença de comitê de auditoria e hipótese 13: reputação da empresa de auditoria.

Como sugestão para futuras pesquisas propõe-se:

- Utilizar outras fontes de informação para mensurar o nível de *disclosure*, por exemplo, a opinião dos analistas de mercado;
- Investigar junto aos executivos das empresas que decidem a quantidade e o tipo de informação a ser divulgada, quais os incentivos para a divulgação ou retenção das informações.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. **Journal of financial and Quantitative Analysis** v.31, no. 3, September, 1996.

AGRAWAL, Anup; JAFFE, Jeffrey .F.; KARPOFF, Jonathan .M. Management turnover and governance changes following the revelation of fraud. **Journal of Law and Economics** 42, p. 309– 342, 1999.

ALENCAR, Roberta Carvalho. **Nível de *Disclosure* e Custo do Capital Próprio no Brasil**. São Paulo. Tese Doutorado (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2007.

ALI, Ashiq; CHEN, Tai-Yuan; RADHAKRISHNAN, Suresh. Corporate disclosures by family firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, p. 238–286, 2007.

BAGGS, Jen; DE BETTIGNIES, Jean-Etienne. Product Market Competition and Agency Costs. **The Journal of Industrial Economics**, Volume LV, June 2007. No. 2.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Politics of Corporate Governance: Roe’s Strong Managers, Weak Owners. **Research Paper** No. 01-10, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=275172, 2003.

BASSETT, Michael; KOH, Ping-Sheng, TUTTICCI Irene. The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. **The British Accounting Review**, v. 39, p. 303–322, 2007.

BEATTIE, Vivien; MCINNES, Bill; FEARNLEY, Stella. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28, p. 205-236, 2004.

BERLE, A.; MEANS, G. (1932). **The Modern Corporation and Private Ownership**. MacMillan, New York.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**. v. 14, p. 257–273, 2008.

BHAGAT, Sanjai. BLACK, Bernard. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Working Paper No. 185**, disponível em <http://ssrn.com/abstract_id=133808>, Working Paper Series , August 2002.

BHAGAT, Sanjai; CAREY, Dennis C.; ELSON, Charles M. Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover. **Working Paper Series, October 1999** . Disponível em < <http://ssrn.com/abstract=134488>>. Acesso em Julho/2009.

BHAGAT, Sanjai. BLACK, Bernard. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **Working Paper**, disponível em <http://papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=11417>

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-350, 1997.

BOTOSAN, Christine A. Plumlee, Marlene A. Plumlee. Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure. **Working Paper Series**, 2000.

BÖRSCH-SUPAN, Axel; KÖKE, Jens. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion paper n. 00-17**, 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=373383>>. Acesso em: 15 Jun. 2008.

BRICKLEY, A. James; COLES, Jeffrey L.; Jarrell, Gregg A. Corporate Leadership Structure: On The Separation of the Positions of CEO and Chairman of the Board. **Working Paper Series**, August 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=6124>>

BRYAN, Stephen; NASH, Robert; PATEL, Ajay. Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensation during the 1990s. **Journal of Corporate Finance** v. 12, p. 516– 535, 2006.

BROWN, Stephen. HILLEGEIST, Stephen A. Disclosure Quality and Information Asymmetry. **Working Paper**.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32 p. 237–333, 2001.

CARTER, Mary Ellen. LYNCH, Luann J. The consequences of the FASB's 1998 proposal on accounting for stock option repricing. **Journal of Accounting and Economics**, v. 35, p. 51–72, 2003.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Governança Corporativa**. São Paulo: Ed. Atlas, 2007.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. **A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras**. Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2002

CHAU, Gerald K.; GRAY, Sidney J. Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. **The International Journal of Accounting**, v. 37, p. 247-265, 2002.

CHEN, Charles J.P. JAGGI, Bikki. Association between independent nonexecutive directors, family control and Financial disclosures in Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, p. 285-10, 2000.

CHENG, Eugene C.M.; COURTENAY, Stephen M. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. **The International Journal of Accounting**, v. 41, p. 262–289, 2006.

CHOW, Chee W. WONG-BOREN, Adrian. Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation. **The Accounting Review**, v. LXII, n. 3, July 1987.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of tobin's Q. **Financial Management**. v. 23, N. 3, 1994, p. 70-74.

CHUNG, K.H., JO, H. The impact of security analyst's monitoring and marketing functions on the market value of firms. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, V. 31 (4),p. 493– 512, 1996.

COASE, Ronald Harry. The nature of the firm. **Economica**. v. 4, p. 386-405, 1937.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pámela S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORE, John E. A review of the empirical disclosure literature: Discussion. **Journal of Accounting and Economics**, p. 441-456, 2001.

CRASWELL, Allen T.; TAYLOR, Stephen L.; SAYWELL, Richard A. Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence. **Pacific - basin Finance Journal**, v. 5, p. 301-323, 1997.

CREMERS, K.J. Martijn; NAIR, Vinay B. Governance Mechanisms and Equity Prices. Yale International Center for Finance (ICF). **Working Paper No. 03-15**, 2004.

CRONQVIST, Henrik.; NILSSON, Mattias. Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, No. 4 (Dec., 2003), pp. 695 -719

DANIELSON, Morris G.; KARPOFF, Jonathan M. Do pills poison operating performance? **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 536– 559, 2006.

DEFOND, Mark L.; PARK Chul W. The effect of competition on CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, p.35-56, 1999.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**. v. 93, No. 6, p. 1155-1177, December, 1985.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research . . . and counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, p. 191–212, 2001.

DIAMOND, Douglas W., Optimal Release of Information by Firms. **Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 828-862, 1985.

DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA, Robert. E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. **Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1360, 1991.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. The Corporate Governance Role of the Media. **Working paper**, 2002.

DYE, Ronald A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181–235, 2001.

ENG, L.L.; MAK, Y.T. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 22, p. 325–345, 2003.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management**. v. 14, No. 1, p. 57-74, Jan, 1989.

FAMÁ, Rubens. BARROS, Lucas, Ayres B. de C. *Q* de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 07, n. 4, 2000.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. v. XXVI, June 1983. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=94034>. Acesso: 15 Jun. 2008

FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, No. 2, p. 288-307, April, 1980.

FARBER, David B. Restoring Trust After Fraud dos Corporate Governance Matter?, 2004, **Working paper Michigan State University**.

FERRIS, Stephen P.; LAWLESS, Robert M.; Makhija, Anil K. Derivative Lawsuits as a Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence on Board Changes Surrounding Filings. **Working Paper No. 2001-03**. University of Missouri-Columbia.

GILLAN, Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 381-402, 2006.

GOMPERS, Paul A.; ISHII Joy L.; METRICK Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics** 118(1), p. 107-155, February, 2003.

GOMPERS, Paul A.; ISHII Joy L.; METRICK Andrew. Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies. 2004. **Working Paper**. Harvard University.

GONDRIGE, Enalto; CLEMENTE, Ademir; ESPEJO, Márcia M. S. Bortolucci. Composition of the Board and firm value of Brazilian public companies. **21st Asian Pacific Conference on International Accounting Issues** - November 22-25, 2009 in Las Vegas, U.S.A.

GUL, Ferdinand A.; LEUNG, Sidney. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 23, p. 351-379, 2004.

GREENACRE, Michael; HASTIE, Trevor. The Geometric Interpretation of Correspondence Analysis. **Journal of the American Statistical Association**, v. 82, p.437-447, 1987.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Ed. Elsevier, 2006.

HAIR, JR., Joseph F. ANDERSON, Rolph E. TATHAM, Ronald L. BLACK, Willian C. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIL, Luzi. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **Working Paper**, SSRN. October/2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279276>. Acesso em Julho/2009.

HART, Oliver. Corporate Governance: Some Theory and Implications. **The Economic Journal**, v. 105, No. 430, p. 678-689, May, 1995.

HARTZELL, Jay C.; STARKS, Laura T. Institutional Investors and Executive Compensation. **The Journal of Finance**, v. 58, No. 6, p. 2351-2374, 2003.

HE, Enya. SOMMER, David W. Separation of Ownership From Control: Implications for Board Composition, 2006, **ARIA Annual Meeting Papers** p. 1-43.
http://www.aria.org/meetings/2006papers/He_Sommer_ARIA_2006.pdf

HERMALIN, Benjamin E. WEISBACH, Michael S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. **Economic Policy Review**, April 2003.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HERMALIN, Benjamim; WEISBACH, Michael. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **NBER Working paper** no. 8161, Cambridge, Massachusetts.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. **The American Economic Review**, v. 88, No. 1 (Mar., 1998), p. 96-118

HO, Simon S.M.;WONG, Kar Shun. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting**, Auditing & Taxation, v. 10, p. 139-156, 2001.

HOSSAIN, Mahmud. TAN, Lin Mei. ADAMS, Mike. Voluntary Disclosure in a Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. **The International Journal of Accounting**, v. 29, p. 334-351, 1994.

HOVENKAMP, Herbert J. Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control, **Working Paper Series**, Number 08-52, 2009. <http://ssrn.com/abstract=1315003>

IUDÍCIBUS, Sergio de. LOPES, Alexandro Broedel. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Ed. Atlas, 2004.

IBGC. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2009. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>.

JENSEN, Michael; MECKLING, Willian. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, October, 1976.

JENSEN, Michael. Organization Theory and Methodology. **The Accounting Review**, April 1983, v. LVIII, No. 2, p. 319 – 339.

_____. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, May, 1986.

_____. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880, 1993.

JOHNSON, Richard A.; WICHERN Dean W. **Applied Multivariate Statistical Analysis**. 5. Ed. Prentice Hall, 2002.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. **Working Paper** 2818, April 2002.

KLOCK, Mark S; MANSI, Sattar A.; MAXWELL, William F. Does Corporate Governance Matter to Bondholders? **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 40, v. 4, p. 639–719, 2005.

LAIDROO, Laivi. Association between Ownership Structure and Public Announcements Disclosures. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, Issue 1, pp. 13-34, January 2009.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre *disclosure* e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPES-DE-SINALES, Florêncio; VISHNY, Robert. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, No. 6, p. 1113-1155, 1998.

_____. Investor protection and corporate finance. **Journal of Financial Economics**, v. 54, p. 471-517, October, 2000.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Mariana de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1991.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIPTON, Martin. LORSCH, W. "*A modest proposal for improved corporate governance.*" *Business Lawyer*, v. 48, N1, p. 59-77, 1992.

LOPES, Alexandro Broedel. **A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade**, In: Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Ed. Atlas, 2004.

LOPES, Patrícia Teixeira. RODRIGUES, Lúcia Lima. Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. **The International Journal of Accounting**, v. 42, p. 25-56, 2007.

MADALLA, G. S. **Introdução à Econometria**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2003.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey Anderson. Superstar CEOs. **Working Paper** University of California, 2007.

MAZER, LÍlian Perobon. **O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio. São Paulo.** Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2007.

MEEK, Gary K.; ROBERTS, Clare B.; GRAY, Sidney J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 26 no. 3, p. 555-72, 1995.

MILLER, Gregory S. Earnings Performance and Discretionary Disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 40, No. 1, March 2002.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrey; Vishny Robert W. Management ownership and Market Valuation An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MURCIA, Fernando Dal-Di. **Fatores determinantes do Nível de *Disclosure* Voluntário das empresas brasileiras de capital aberto.** São Paulo. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2009.

MURPHY, Kevin J. Executive Compensation. **Working paper**, 1999.

NAGAR, Venky; NANDA, Dhananjay, WYSOCKI, Peter. Discretionary disclosure and stock-based incentives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 34, p. 283–309, 2003.

NETER, John; KUTNER, Michael H.; NACHTSHEIM, Christopher J.; WASSERMAN, Willian. **Applied Linear Statistical Models**. 4. Ed. McGraw-Hill, 1996.

ØDEGAARD, Bernt Arne.; BØHREN, Ødegaard Øyvind. (2003). Governance and performance revisited. **ECGI finance working paper**, n. 28/2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=423461>>. Acesso em: 17 abr. 2009.

OECD. Organisation for Economic Co-operation and Development. **The OECD Principles of Corporate Governance**. August, 2004.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, Governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2003.

PARRINO, Robert. CEO turnover and outside succession A cross-sectional analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 46, 1997, p. 165-197.

PATEL, Sandeep A.; BALIC, Amra.; BWAKIRA, Liliane. Measuring transparency and disclosure at firmlevel in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 3, p. 325–337, 2002.

PESTANA, Maria Helena. GAGEIRO, João Nunes. **Análise de Dados para Ciências Sociais - A complementariedade do SPSS**. Lisboa: 5 ed. Edições Sílabo, 2008.

RAFFOUNIER, Bernard. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. **The European Accounting Review**, v. 4:2, p. 261-280, 1995.

ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners. The political roots of American Corporate Finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994.

ROSENSTEIN, Stuart; WYATT, Jeffrey G. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. **Journal of financial Economics**, v. 44, p. 239 250, 1997.

ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, May, 1973.

SARTORIS, Alexandre. **Estatística e Introdução à Econometria**. São Paulo: Saraiva, 2003.

SENGUPTA, Partha. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-74, 1998.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, June, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. BARROS, Lucas Ayres B. de C. FAMÁ, Rubens. **Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras**. Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, v. 43, n. 3, 2003, p. 50-64.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São Paulo. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2002.

_____. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes da relação com o desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

SMITH, Adam. *An Inquiry Into The Nature and Causes of The Wealth of Nations*. **A Penn State Electronic Classics Series**. Pennsylvania State University, 2005. <http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/Wealth-Nations.pdf>. Acessado em Agosto/2009.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**. Amsterdam: v. 32, n. 1-3, p. 97-180, dec. 2001.

VERRECCHIA, Robert E. Disclosure and the cost of capital: A discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, 271-283, 1999.

VIEIRA, Jorge; MARTINS Eliseu; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24, maio/agosto 2009.

WALLACE, R. S. Olusegun; NASER, Kamal. Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, 14, p. 311-368, 1995.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of Directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.

ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, **Working Paper**, 1998, <http://ssrn.com/abstract=46906>

ANEXO

ANEXO 1 – LISTA DE EMPRESAS INVESTIGADAS

NOME	NG	SETOR
BRF - BRASIL FOODS S.A.	NM	Alimentos e Bebidas
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS		Petróleo e Gás
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	N1	Energia Elétrica
GERDAU S.A.	N1	Siderur & Metalur
BRASKEM S.A.	N1	Química
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	NM	Veículos e peças
DURATEX S.A.	NM	Outros
VALE S.A.	N1	Mineração
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	N1	Energia Elétrica
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	N1	Veículos e peças
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	N1	Siderur & Metalur
GAFISA S.A.	NM	Construção
GRENDENE S.A.	NM	Têxtil
MARFRIG ALIMENTOS S/A	NM	Alimentos e Bebidas
AES TIETE S.A.		Energia Elétrica
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.		Energia Elétrica
CIA BEBIDAS DAS AMERICAS - AMBEV		Alimentos e Bebidas
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	N1	Energia Elétrica
CIA SIDERURGICA NACIONAL		Siderur & Metalur
BRASIL TELECOM S.A.		Telecomunicações
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	N2	Energia Elétrica
AES ELPA S.A.		Energia Elétrica
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	NM	Outros
REDECARD S.A.	NM	Software e Dados
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	N1	Papel e Celulose
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	N2	Outros
AMIL PARTICIPACOES S.A.	NM	Outros
CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ		Energia Elétrica
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR		Outros

NOME	NG	SETOR
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	N1	Comércio
INDUSTRIAS ROMI S.A.	NM	Máquinas Industriais
MEDIAL SAUDE S.A.	NM	Outros
ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	MB	Transporte Serviços
BANDEIRANTE ENERGIA S.A.		Energia Elétrica
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN		Outros
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE		Energia Elétrica
CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ		Energia Elétrica
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	N1	Siderur & Metalur
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	NM	Outros
SOUZA CRUZ S.A.		Outros
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	N2	Energia Elétrica
NATURA COSMETICOS S.A.	NM	Comércio
NEOENERGIA S.A.	MB	Energia Elétrica
TERMOPERNAMBUCO S.A.		Energia Elétrica
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	NM	Energia Elétrica
BEMATECH S.A.	NM	Eletroeletrônicos
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE		Energia Elétrica
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN		Energia Elétrica
CIA HERING	NM	Têxtil
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	NM	Outros
CLARION S.A. AGROINDUSTRIAL		Alimentos e Bebidas
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	NM	Outros
POSITIVO INFORMATICA S.A.	NM	Eletroeletrônicos
CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	MB	Energia Elétrica
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N1	Energia Elétrica
CONCESSIONARIA ECOVIAS IMIGRANTES S.A.		Transporte Serviços
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM	Energia Elétrica
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS		Petróleo e Gás
CSU CARDSYSTEM S.A.	NM	Outros
FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A.- FOSFERTIL		Química
WEG S.A.	NM	Máquinas Industriais

NOME	NG	SETOR
FRAS-LE S.A.	N1	Veículos e peças
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	NM	Construção
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	N2	Transporte Serviços
BAESA - ENERGETICA BARRA GRANDE S.A.	MB	Energia Elétrica
DROGASIL S.A.	NM	Comércio
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	N2	Outros
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	NM	Comércio
ACOS VILLARES S.A.		Siderur & Metalur
CELULOSE IRANI S.A.		Papel e Celulose
JBS S.A.	NM	Alimentos e Bebidas
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.	NM	Outros
CAGECE - CIA DE AGUA E ESGOTO DO CEARA		Outros
RENAR MACAS S.A.	NM	Agro e Pesca
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	NM	Construção
COSAN ALIMENTOS S.A.		Alimentos e Bebidas
EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.		Telecomunicações
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	N1	Siderur & Metalur
ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A.	MB	Transporte Serviços
CREMER S.A.	NM	Têxtil
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N1	Energia Elétrica
BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.		Comércio
CONTAX PARTICIPACOES S.A.		Outros
KARSTEN S.A.		Textil
LOJAS RENNER S.A.	NM	Comércio
TUPY S.A.		Veículos e peças
SLC AGRICOLA S.A.	NM	Agro e Pesca
BIOMM S.A.		Outros
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO		Outros
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	NM	Outros
TRISUL S.A.	NM	Construção
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	MB	Energia Elétrica
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	NM	Construção

NOME	NG	SETOR
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	NM	Construção
MPX ENERGIA S.A.	NM	Energia Elétrica
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	NM	Agro e Pesca
BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO		Têxtil
USINA COSTA PINTO S.A. ACUCAR ALCOOL		Alimentos e Bebidas
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA		Siderur & Metalur
MINUPAR PARTICIPACOES S.A.		Alimentos e Bebidas
REDE ENERGIA S.A.		Energia Elétrica
TOTVS S.A.	NM	Software e Dados
BRASMOTOR S.A.		Eletroeletrônicos
KLABIN S.A.	N1	Papel e Celulose
LUPATECH S.A.	NM	Siderur & Metalur
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	NM	Alimentos e Bebidas
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.		Energia Elétrica
CIELO S.A.	NM	Software e Dados
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	NM	Construção
FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.		Transporte Serviços
TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.		Têxtil
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS		Máquinas Industriais
CIA TELECOMUNICACOES DO BRASIL CENTRAL	MB	Telecomunicações
PORTO SEGURO S.A.	NM	Outros
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	N1	Têxtil
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS		Têxtil
CONCESSIONARIA RODOVIA PRES. DUTRA S.A.	MB	Transporte Serviços
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	NM	Mineração
METALURGICA RIOSULENSE S.A.		Veículos e peças
QUATTOR PETROQUIMICA S.A.		Química
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	N2	Outros
INEPAR ENERGIA S.A.		Energia Elétrica
LIGHT S.A.	NM	Energia Elétrica
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	NM	Transporte Serviços
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	NM	Outros

NOME	NG	SETOR
M G POLIESTER S.A.		Química
PORTOBELLO S.A.	NM	Minerais não Met
VULCABRAS S.A.		Têxtil
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	NM	Outros
EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL		Energia Elétrica
FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL		Siderur & Metalur
GLOBEX UTILIDADES S.A.		Comércio
HYPERMARCAS S.A.	NM	Outros
MARISA S.A.	NM	Comércio
TELEFONICA S.A.	DR3	Telecomunicações
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	NM	Comércio
BOMBRIL S.A.		Química
KEPLER WEBER S.A.		Siderur & Metalur
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	MA	Química
TECNISA S.A.	NM	Construção
AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.		Construção
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	NM	Outros
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA		Energia Elétrica
CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT		Energia Elétrica
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	NM	Química
MARAMBAIA ENERGIA RENOVAVEL S.A.		Alimentos e Bebidas
UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	N1	Química
AGRENCO LTD.	DR3	Agro e Pesca
CIA INDUSTRIAL CATAGUASES		Têxtil
CONSTRUTORA TENDA S.A.		Construção
DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.		Veículos e peças
SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A	N2	Outros
TEC TOY S.A.		Outros
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	NM	Construção
PARANAPANEMA S.A.	N1	Siderur & Metalur
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	NM	Outros
CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL		Alimentos e Bebidas

NOME	NG	SETOR
ELEKEIROZ S.A.		Química
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	NM	Química
GRAZZIOTIN S.A.		Comércio
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO		Siderur & Metalur
INPAR S.A.	NM	Construção
CIA ENERGETICA DE BRASILIA		Energia Elétrica
CONC SIST ANHANG-BANDEIRANT S.A. AUTOBAN		Transporte Serviços
CONCESSIONARIA ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A		Transporte Serviços
CONSTRUTORA BETER S.A.	MB	Construção
GVT (HOLDING) S.A.	NM	Telecomunicações
TAM S.A.	N2	Transporte Serviços
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	NM	Transporte Serviços
CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES		Outros
CONSERVAS ODERICH S.A.		Alimentos e Bebidas
CPFL ENERGIA S.A.	NM	Energia Elétrica
ELECTRO ACO ALTONA S.A.		Siderur & Metalur
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	NM	Construção
HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES		Siderur & Metalur
JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP		Alimentos e Bebidas
MARISOL S.A.		Têxtil
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.		Siderur & Metalur
MINASMAQUINAS S.A.		Comércio
RECRUSUL S.A.		Veículos e peças
REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.		Petróleo e Gás
SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS		Outros
CONSTRUTORA SULTEPA S.A.		Construção
DIXIE TOGA S.A.		Outros
FIBRIA CELULOSE S.A.	N1	Papel e Celulose
IDEIASNET S.A.	NM	Outros
ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.		Energia Elétrica
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.		Construção
OSX BRASIL S.A.		Mineração

NOME	NG	SETOR
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL		Têxtil
POLPAR S.A.		Outros
TEXTIL RENAUXVIEW S.A.		Têxtil
YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.		Química
BOTUCATU TEXTIL S.A.		Têxtil
CAMBUCI S.A.		Têxtil
CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.		Outros
CERAMICA CHIARELLI S.A.		Minerais não Met
CIA BRASILIANA DE ENERGIA		Energia Elétrica
CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.		Têxtil
CIA TECIDOS SANTANENSE		Têxtil
CIMOB PARTICIPACOES S.A.		Construção
COBRASMA S.A.		Veículos e peças
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.		Construção
CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.		Construção
CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA		Outros
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR		Energia Elétrica
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR		Têxtil
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.		Alimentos e Bebidas
FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.		Têxtil
FIACAO TEC SAO JOSE S.A.		Têxtil
FUTURETEL S.A.	MB	Outros
GAMA PARTICIPACOES S.A.	MB	Outros
HOTEIS OTHON S.A.		Outros
IGB ELETRÔNICA S/A		Eletroeletrônicos
INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.		Alimentos e Bebidas
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES		Outros
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.		Construção
LF TEL S.A.		Telecomunicações
MAORI S.A.	MB	Outros
MARCOPOLO S.A.	N2	Veículos e peças
MONTEIRO ARANHA S.A.		Outros

NOME	NG	SETOR
NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.		Máquinas Industriais
SUBESTACAO ELETROMETRO S.A.		Outros
TIG HOLDING LTD.	DR3	Outros
ACUCAR GUARANI S.A.	NM	Alimentos e Bebidas